

## MARCHÉS FINANCIERS

### LA BOURSE DES VALEURS MOBILIÈRES EN ÉGYPTÉ

PIERRE OLIVIER COUSSERAN \*

**L**a renaissance de la Bourse des valeurs n'est sans doute pas le moindre des changements intervenus en Egypte, depuis que le pays s'est engagé dans un vaste programme d'assainissement financier et de modernisation. Symbole de l'adhésion aux principes de l'économie de marché, la Bourse est, il est vrai, également susceptible de jouer un rôle essentiel comme instrument de mobilisation et de consolidation de l'épargne domestique, dans le cadre des privatisations comme pour financer la montée en puissance d'une industrie privée compétitive.

Riche d'un passé ancien, puisque ses origines remontent à la fin du siècle dernier, le marché égyptien des valeurs mobilières avait connu jadis un développement remarquable, au point de rivaliser jusqu'au début des années cinquante avec les principales places de cotation du monde occidental. Si le marché a sombré dans une profonde atonie après l'avènement du régime nassérien, l'institution boursière elle-même a survécu et la négociation des titres n'a jamais disparu des mœurs financières du pays. Sa résurrection n'en a pas moins été tardive : la reprise de l'activité ne s'est vraiment concrétisée qu'en 1994, soit deux ans après qu'ait été engagée une profonde réforme du cadre institutionnel et du dispositif de fonctionnement du marché, dont la mise en œuvre est d'ailleurs loin d'être achevée.

En dépit de ces transformations récentes, la Bourse du Caire n'est pas près pour autant de retrouver l'importance qui était la sienne, non plus que de pouvoir figurer à bref délai au rang des marchés émergents de la région, tels que Tel Aviv, Bahreïn, Casablanca ou Amman, lesquels se sont déjà vivement développés au cours de ces dernières années. Outre une capitalisation encore faible, le marché se caractérise toujours par un volume d'activité étié et une liquidité toute relative, même si d'amples progrès sont intervenus l'an dernier. Surtout, son mode de fonctionnement est encore très archaïque et appelle des améliorations importantes et urgentes sur le plan technique, s'agissant notamment du dénouement des transac-

263

---

\* Agence financière pour le Proche et le Moyen-Orient — Direction du Trésor.

tions. Cette mise en conformité aux critères d'un marché de titres moderne est en effet absolument indispensable, tant pour conforter la reprise de l'activité que pour préserver, en cette étape cruciale, l'intégrité du marché ainsi que la sécurité des intervenants et des épargnants.

### *I - Un cadre juridique et institutionnel renouvelé*

Volet à part entière du programme d'ajustement structurel engagé en 1991, la réforme du cadre d'activité des bourses de valeurs égyptiennes — la Bourse du Caire et son « appendice » d'Alexandrie — est intervenue en 1992, au terme d'un long travail de préparation : mettant fin à un régime qui avait fait depuis longtemps la preuve de son obsolescence, elle constituait un préalable indispensable à toute entreprise de réhabilitation du marché financier, pratiquement mis en sommeil durant plus de trois décennies, à la suite des nationalisations opérées par Nasser.

La nouvelle loi d'organisation des marchés de capitaux (loi n° 95 du 22 juin 1992) et ses textes d'application promulgués en avril 1993 se traduisent ainsi non seulement par une refonte complète et l'unification de la réglementation boursière, mais ils posent également les bases d'une modernisation en profondeur du mode de fonctionnement de la Bourse, même si les textes en restent souvent à des principes généraux et comportent des difficultés d'application, voire des lacunes sérieuses sur plusieurs points d'importance. Sous cette réserve, les changements les plus notables qu'ils entérinent concernent les domaines suivants :

— **le renforcement des attributions de l'Autorité de marché** — la *Capital Market Authority (CMA)*, instituée en 1979 —, qui se voit confier, tout à la fois, les pouvoirs de régulation et de surveillance et la maîtrise d'œuvre de la modernisation du marché sous ses différents aspects de fonctionnement ;

— **la transformation statutaire des agents de change** en sociétés de bourse et la suppression des barrières à l'entrée de nouveaux intervenants locaux ou étrangers ;

— **outre l'autorisation de principe de création de fonds de placement collectifs, la libéralisation du régime des émissions des actions et obligations** ;

— un renforcement des exigences en matière d'**information financière** et de publication de comptes sociaux des émetteurs ;

— la mise en place de structures ad hoc — dépositaire central et système de règlement-livraison — pour le **traitement et la compensation financière** des opérations.

La mise en œuvre de ces principes aura cependant nécessité plus de temps que prévu et il faudra attendre près de deux ans pour qu'elle

commence à se traduire par des réalisations tangibles, limitées, pour l'essentiel, à quatre domaines :

— les fonds d'investissement. Inauguré durant l'été 1994, le processus a concerné jusqu'à présent quatre fonds dont les parts totalisent environ 800 M LEG, soit l'équivalent de 235 Mds USD<sup>1</sup>. Plusieurs créations supplémentaires sont en cours, qui amèneraient l'encours à 1 Md LEG au début de cette année ;

— la première émission obligataire du secteur privé (depuis 1951). Lancée en mai 1994, au terme d'une très longue procédure d'agrément, cette opération a été menée pour le compte d'une filiale du groupe *Hoechst* sous l'égide et avec la garantie de Paribas ;

— l'enregistrement de vingt-cinq agents de change en sociétés de bourse assujetties à un capital minimum d'un niveau, il est vrai, très modique (0,25 M LEG pour la fraction souscrite dans l'immédiat) ;

— la fondation, par un consortium de banques et de sociétés de bourse, d'une société chargée des fonctions de dépositaire et de règlement-livraison, sous le contrôle direct du *CMA*.

## *II - Un marché encore étroit et peu liquide*

Souvent apparentée à la catégorie dite des marchés « émergents », la bourse égyptienne est pourtant encore loin de satisfaire à ses critères, ne serait-ce qu'au regard de l'étroitesse de l'offre de titres et de son volume d'activité, même si des progrès sensibles ont été récemment accomplis sur ces aspects.

265

### *La capitalisation du marché est encore faible*

A la fin de l'année 1994, et à s'en tenir aux actions, qui forment la quasi-totalité des titres susceptibles d'être traités, la capitalisation boursière représentait théoriquement 14,5 Mds LEG, soit l'équivalent de 4,3 Mds USD. Pour modeste qu'il puisse paraître, puisqu'il ne dépasserait guère 10 % du PIB — contre 27 % en moyenne dans les pays réputés émergents et 55 % dans les pays développés<sup>2</sup> — ce niveau n'en est pas moins trompeur en ce qu'il donne une mesure très exagérée de la profondeur effective du marché. Il se réfère en effet à l'ensemble des sociétés inscrites à la cote — sept cent entités à la fin de l'année 1994 — alors que plus des trois quarts d'entre elles n'ont pas de titres en circulation, leur capital étant complètement fermé au public. Représentant plus de 45 % de la capitalisation

---

<sup>1</sup> 1 LEG = 0,29 USD à la fin 1994.

<sup>2</sup> Voir « La part des pays émergents dans la capitalisation boursière mondiale », in *Revue d'Economie Financière*, n° 30, (nov. 1994) — R. Clément (COB).

globale, ces sociétés, propriétés exclusives de groupes familiaux ou du secteur public, ont été en effet enregistrées en bourse uniquement pour des raisons juridiques et fiscales<sup>3</sup> et ne font l'objet d'aucune transaction, sinon à titre ponctuel et hors parquet, lors de reclassements épisodiques de participations.

Les sociétés au capital ouvert en tout ou partie au public étaient au nombre de cent cinquante-cinq à la fin de l'année 1994, étant entendu que celles de ces entités donnant lieu à des échanges plus ou moins réguliers de titres en bourse ne dépassent guère en réalité un effectif de quatre-vingt sociétés en moyenne par an. A considérer cette population d'émetteurs, la **capitalisation pouvait être estimée à la fin de l'année 1994 aux environs de 8 Mds LEG, soit 2,4 Mds USD**, ce qui ne représenterait guère plus de 5 % du PIB, tout en demeurant sans commune mesure avec la plupart des marchés organisés de la région, à commencer par Amman ou bien évidemment Tel Aviv.

*Tableau 1 :*  
Capitalisations des principales places du Proche et Moyen-Orient  
(actions et obligations convertibles)

266

(A fin 1994)	Sociétés cotées	Capitalisation boursière	
		Mds USD	en % du PIB
Egypte	155	2,4	5,2
Amman	95	4,6	83
Bahreïn <sup>1</sup>	32	5,6	124
Casablanca	61	5,8	22
Dubai <sup>2</sup>	77	9,2	26
Tel-Aviv	351	33	47

1 A fin 1993.

2 Le marché des EAU est purement de gré à gré.

Déjà contrainte par la rareté du papier dans le secteur des actions, la Bourse égyptienne est **encore plus démunie dans le domaine des valeurs à revenu fixe** : le gisement obligataire est quasi-inexistant, en l'absence notamment d'une dette publique négociable à moyen et long

<sup>3</sup> Selon une loi fiscale (n° 159) de 1981, l'enregistrement à la cote emportait dispense de droits d'enregistrement et de droits de timbre lors de la constitution du capital ou d'augmentations ultérieures.

terme. Pour l'heure, en effet, le seul marché de taux significatif est celui des Bons du Trésor à court terme (trois mois, six mois, un an), qui a vu le jour au printemps 1991 et dont l'encours atteignait environ 31 Mds LEG à la fin de l'année 1994. Or, il s'agit presque exclusivement d'un marché primaire, au demeurant accaparé dans une large mesure par le système bancaire, en raison de son état de surliquidité permanente. L'Etat a décidé, il est vrai, d'émettre en 1995, pour un contingent plafonné à 15 Mds LEG, des obligations négociables d'échéance comprise entre cinq et quinze ans, dont le nominal varie entre 100 et 1 000 000 LEG. Toutefois, rien ne permet d'envisager, dans l'état actuel du dossier, que cette innovation puisse susciter rapidement la création d'un marché secondaire susceptible de former un nouveau compartiment de la Bourse.

S'agissant des obligations du secteur privé, le marché n'en est qu'à un stade embryonnaire, puisqu'il aura fallu attendre la réforme de 1992 pour que soient levés divers obstacles dirimants qui s'opposaient depuis quatre décennies aux émissions, à commencer par un plafonnement du taux d'intérêt nominal à un niveau immuable et irréaliste (7 %). Pour autant, seules deux émissions, d'un montant modeste et à caractère plutôt « expérimental », ont vu le jour depuis lors.

*Malgré le développement de l'activité, la liquidité du marché est encore étroite*

267

En dépit des réels progrès observés, surtout depuis l'an dernier, au plan de l'activité, la liquidité du marché reste en effet réduite. Limitée par l'étroitesse du flottant négociable<sup>4</sup>, la liquidité l'est aussi par la lourdeur des procédures actuelles de dénouement des transactions et la concentration des portefeuilles entre les mains d'un nombre restreint d'investisseurs. Les transactions quotidiennes sur le parquet ne portent tout au plus que sur une vingtaine de valeurs régulièrement échangées, parmi lesquelles moins d'une dizaine de « valeurs-phares » peuvent être considérées comme relativement liquides et activement traitées. Quant au nombre des opérations, il ne dépasse pas en moyenne la centaine par jour.

**Le volume d'échanges s'est, il est vrai, sensiblement étoffé en 1994.** Selon les statistiques du CMA, le montant annuel des transactions sur le parquet, qui avait atteint 275 M LEG en 1993, a ainsi pratiquement quadruplé l'an dernier, s'élevant à 1,2 Md LEG soit l'équivalent de 350 M USD. Cette forte croissance doit néanmoins être relativisée, eu égard au montant encore très faible des transactions quotidiennes, même si celui-ci est moins insignifiant que par le passé : à peine 5 M LEG

<sup>4</sup> La multiplication de lignes de titres non fongibles au nom d'une même société, à la suite d'augmentations de capital, contribue également à l'illiquidité du marché.

(1,4 M USD) en moyenne par jour. De même, le volume annuel est encore sans commune mesure avec ceux d'autres marchés de la région, comme Amman (650 M USD en 1994), Casablanca (850 M USD) ou Tel Aviv (11,5 Mds USD).

Sans doute lié à l'apparition des premiers fonds d'investissement, le surcroît d'activité observé l'an dernier a aussi tenu à un élargissement de l'actionnariat individuel sur certaines « valeurs-phares », à la suite de plusieurs augmentations de capital menées depuis 1993 et de la cession de blocs de titres de certaines sociétés renommées du secteur public. Mais le développement des échanges s'est aussi accompagné d'un déséquilibre croissant entre la demande et l'offre de titres : les conséquences en ont été une accentuation de la concentration des opérations sur quelques valeurs et un accroissement notable de la volatilité des cours. De l'avis des intervenants, la **liquidité globale du marché ne s'est en fait guère améliorée** et la pénurie de papier s'est fait de plus en plus sentir au cours des derniers mois, contribuant à une hausse quelque peu artificielle des cours dans un climat en plus en plus spéculatif. C'est ainsi que l'indice général de la Bourse a augmenté de 75 % en 1994, tandis que les indices plus restreints, afférents aux sociétés ouvertes au public ou concernant les valeurs les plus activement traitées<sup>5</sup> auront enregistré une progression beaucoup plus sensible, supérieure à un doublement.

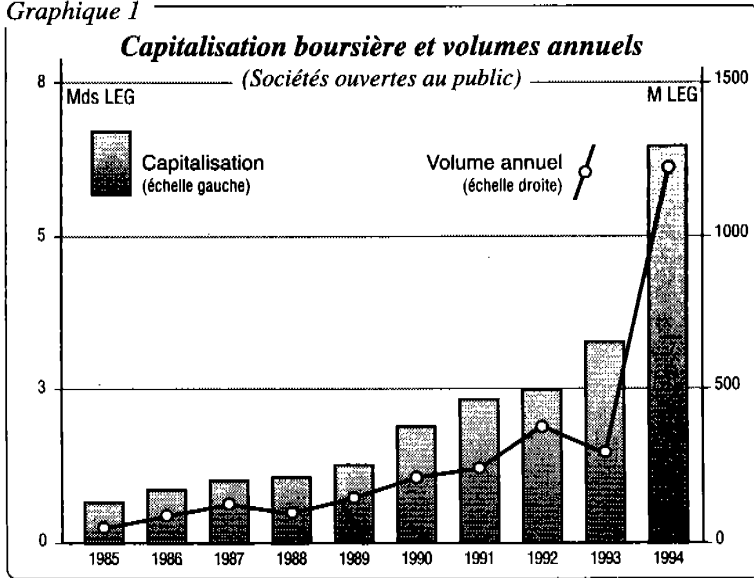
268

#### *Un potentiel de développement indéniable*

Aussi étriqué qu'il puisse paraître, le marché égyptien n'en dispose pas moins d'un réel potentiel de développement. Le stock d'épargne liquide détenu par les résidents et placé en Egypte ou à l'étranger est notoirement très important et serait sans doute prêt à s'investir au moins partiellement sur des valeurs mobilières plutôt que dans des dépôts bancaires ou des bons du Trésor à court terme, dont les taux de rémunération se sont d'ailleurs nettement affaiblis depuis deux ans. Encore faudrait-il que la cote s'enrichisse de nouvelles lignes de titres suffisamment importantes et liquides : cette condition pourrait être remplie par la réalisation en bourse ne serait-ce que d'une partie du programme de privatisation sur lequel les autorités se sont engagées de longue date. Dès lors que le secteur privé n'offre guère de possibilités immédiates pour alimenter le marché, que ce soit par introductions de sociétés ou augmentations de capital, **les privatisations sont en fait l'unique moyen d'augmenter rapidement et dans des proportions significatives l'offre de titres.**

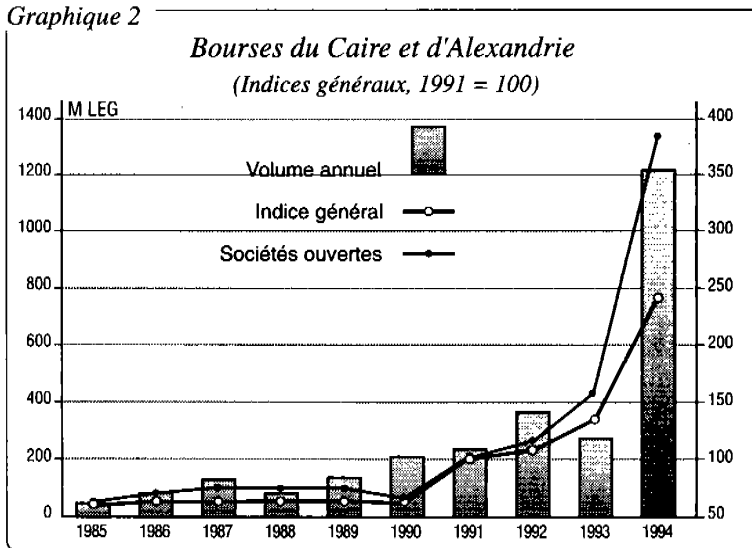
<sup>5</sup> Voir tableau 2 et graphique 2 : évolution des indices.

Graphique 1



269

Graphique 2



A l'évidence, la dynamisation de la Bourse ne pourra venir, au moins à court terme, que de la mise sur le marché de blocs de titres de grandes entreprises rentables du secteur public. A l'inverse, la Bourse semble le canal tout indiqué pour la majeure partie des cessions envisageables :

— eu égard à la taille du secteur public concerné par le programme de privatisations et aux difficultés avérées qui ont entouré les tentatives de ventes de gré à gré jusqu'à présent ;

— parce que les cessions en bourse paraissent plus aisées à faire accepter à l'opinion publique, dès lors que le processus assure de lui-même une plus grande transparence des opérations, et que la fixation du prix de cession prête plus difficilement à discussion ou aux griefs éventuels de clientélisme, voire de bradage au profit d'intérêts particuliers ou étrangers.

Les pouvoirs publics semblent, au demeurant, avoir mieux assimilé ce double enjeu depuis l'an dernier, l'accent étant mis désormais sur les offres publiques de vente, en lieu et place de la technique des appels d'offres utilisée en 1993, sans pratiquement aucun succès, faute de repreneurs intéressés ou disposés à satisfaire les exigences fixées par la puissance publique quant au prix de rachat ou au maintien de l'emploi. Les réalisations observées depuis le début de l'année 1994 sont cependant restées très modestes, en se limitant à quelques cessions de blocs de titres n'excédant guère 10 % du capital des sociétés en cause. Le gouvernement s'est, il est vrai, engagé récemment à intensifier ces opérations : un programme de ventes partielles de l'ordre de 1,5 Md LEG (440 M USD) a été ainsi mis en œuvre durant le premier trimestre. Visant dix-sept entreprises, il permettrait d'augmenter d'un quart la capitalisation boursière effective en la portant à un niveau équivalent à 2,3 Mds USD environ.

Toutefois, si ces opérations peuvent contribuer à atténuer la pénurie actuelle de papier, elle ne suffiront guère pour autant à dynamiser le marché de manière durable :

— à vouloir limiter les ventes à une fraction marginale du capital, les autorités s'exposent à devoir multiplier les opérations de l'espèce pour satisfaire l'appétence des investisseurs, ce qui sera nécessairement long et coûteux. En tout état de cause, cette politique de saupoudrage atteindra rapidement ses limites, car le stock d'entités rentables parmi les trois cent quatorze entreprises du secteur public est relativement limité ;

— plus généralement, l'extrême lenteur du processus de mise en vente et le refus apparent des autorités d'adhérer pleinement à la logique des privatisations, en cédant le contrôle majoritaire des entreprises au secteur privé et non pas un pourcentage d'intérêt réduit à la portion congrue, n'est pas de nature à offrir la visibilité nécessaire aux opérateurs locaux ou étrangers pour prendre des positions importantes et durables sur le mar-



ché égyptien. D'autres marchés émergents, comme celui de la Jordanie ou du Maroc, voire de la Turquie, offrent de ce point de vue un bien meilleur attrait.

### *III - Un fonctionnement appelant encore d'amples améliorations*

#### *L'infrastructure boursière nécessite des réformes urgentes*

Par-delà les réformes institutionnelles mises en œuvre depuis la loi n° 95, le fonctionnement opérationnel de la Bourse n'a guère évolué jusqu'à présent : encore archaïque à bien des égards, il reste très éloigné des exigences d'un marché de titres moderne, au plan fonctionnel comme du point de vue de la sécurité des transactions et des intermédiaires. C'est ainsi que le traitement des négociations et le dénouement des opérations reposent encore, dans la plupart de leurs étapes, sur des procédures manuelles d'un autre temps. Or, si le dispositif en vigueur, malgré son obsolescence, est encore praticable eu égard à la taille du marché, il pourrait vite se révéler totalement ingérable avec la croissance des échanges, devenant à la fois un obstacle majeur au développement du marché et une source de risques importants pour les épargnants comme pour le système financier dans son ensemble.

Les principales lacunes de l'édifice actuel, qui risquent de devenir autant de goulets d'étranglement à plus ou moins brève échéance, ont été identifiées de longue date par les responsables du *CMA*. Elles portent pratiquement sur toutes les étapes de la chaîne des transactions :

— seuls domaines ayant donné lieu à un effort de modernisation tangible, la cotation et la négociation des ordres (suivi, appariement et diffusion des cours) ont d'ores et déjà fait l'objet de développements informatiques relativement poussés sous la maîtrise d'œuvre du *CMA*. Pour perfectionnés qu'ils puissent paraître, les logiciels conçus à cet effet ne semblent guère pouvoir supporter des contraintes de trafic important. Ils commenceraient d'ailleurs, aux dires de certains professionnels, à montrer des signes de saturation en période de pointe de l'activité. Or, il n'est pas sûr que leur conception spécifique puisse les autoriser à évoluer vers le traitement de gros volumes, auquel cas le dispositif édifié depuis deux ans devrait rapidement faire l'objet d'une remise à plat, ou être remplacé en urgence par une solution déjà éprouvée sur d'autres marchés plus développés ;

— dans un contexte où le régime des titres est fondé, pour l'essentiel, sur la matérialisation et l'inscription au nominatif, **le dénouement des opérations implique aujourd'hui de lourdes procédures manuelles pour mener à bien les livraisons et constater les transferts de propriété, à l'issue de la compensation des ordres entre intermé-**

**diaires.** En effet, à défaut d'une immobilisation des valeurs auprès d'un dépositaire chargé de centraliser l'ensemble des mouvements et d'assurer la tenue des écritures en compte, le dépouillement des opérations repose encore sur la circulation physique des titres, ce qui engendre des délais de traitement et de règlement extrêmement importants<sup>6</sup>, tandis que les risques de livraison ou de contrepartie demeurent entiers pendant un laps de temps souvent très long. Quant aux règlements-espèces, ils s'effectuent selon des procédés archaïques et peu sécurisés, exposant les intermédiaires-courtiers à un risque de contrepartie important, tant dans leurs relations avec leurs confrères qu'avec leur clientèle. Totalement incompatible avec les standards internationaux, ce mode de fonctionnement ne saurait perdurer, tant il fait planer de risques pour les opérateurs et intermédiaires, comme pour les investisseurs, alors même que le marché n'est doté, pour l'heure, d'aucun mécanisme de mutualisation, ni d'un quelconque fonds de garantie.

A l'évidence, **l'absence pure et simple d'un système de règlement-livraison constitue aujourd'hui le handicap le plus sérieux de la bourse égyptienne**, tant pour ses perspectives de développement que pour sa sécurité immédiate. Les responsables du CMA en ont pris une conscience suffisamment aiguë pour accélérer la mise en place d'une société de compensation et de règlement, et faire appel à l'assistance technique française en vue d'assurer, le plus rapidement possible, l'implantation d'un outil logiciel conforme à l'état de l'art pour remplir ces fonctions essentielles. Le caractère éprouvé des solutions françaises et le savoir-faire des responsables de la place parisienne (SBF et SICOVAM) en matière de coopération boursière laissent à penser que ce problème pourrait être normalement réglé sans grande difficulté, selon toute probabilité avant la fin de cette année.

272

*L'information financière doit être très sérieusement améliorée*

Pour cruciale qu'elle soit, la mise à niveau de l'infrastructure technique de la Bourse ne suffira pas pour autant à lui garantir un développement important et durable. L'animation du marché dépend aussi largement de la qualité de l'information mise à disposition du public investisseur sur les sociétés cotées. Or, celle-ci est à présent réduite à sa plus simple expression, dans un pays où toute culture financière a pratiquement disparu depuis l'époque de Nasser et où une méfiance bien ancrée envers les règles de transparence comptable, jointe aux traditions d'un capitalisme privé dominé par les liens familiaux, ont contribué à entretenir un vide presque complet en la matière :

<sup>6</sup> Il en va de même pour les opérations périodiques de détachement de coupons et de versement de dividendes.

— soumise à la plus grande confidentialité, l'information sur les sociétés n'est, en tout état de cause, guère fiable, en l'absence notamment d'un plan comptable général obligatoire ; dans le meilleur des cas, les renseignements publiés sont au demeurant si frustes ou sujets à caution qu'ils ne sauraient fonder une analyse financière pertinente ;

— en dépit de quelques initiatives privées récentes, la place ne dispose encore d'aucune structure d'analyse sérieuse des comptes des sociétés, y compris au sein de la communauté des intermédiaires, dont l'activité de conseil se limite le plus souvent à véhiculer des rumeurs de marché ou certaines informations « de première main » ...

**Tant que ce déficit d'information sur les sociétés cotées ne sera pas comblé, le marché égyptien n'aura guère de chances de se développer de manière saine, durable et soutenue.** Bien plus que les aspects techniques de la négociation ou du dénouement des ordres, c'est sans doute sur ce terrain que réside aujourd'hui sa principale faiblesse par rapport à des places concurrentes, comme Amman ou Tel Aviv, qui ont consenti depuis longtemps à un effort de transparence et d'information sur la situation financière des entreprises inscrites à la cote, et ont été, ce faisant, capables non seulement d'élargir la base de l'actionnariat local, au-delà d'un cercle restreint d'intervenants « initiés », mais encore d'attirer des investisseurs internationaux.

Tableau 2 : Bourses du Caire et d'Alexandrie  
Principaux indicateurs

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Nombre de sociétés enregistrées	318	387	430	484	510	573	627	656	674	700
Sociétés à capital fermé	209	262	300	337	361	418	467	494	517	545
Sociétés à capital ouvert au public	109	125	130	147	149	155	160	162	157	155
Sociétés effectivement cotées (moyenne annuelle)	51	61	63	68	68	69	79	78	84	91
Capitalisation boursière (Mds LEG)										
Ensemble des sociétés	2	2	4	4	4	5	9	11	13	15
Sociétés à capital ouvert au public (en % du PIB)	0,7	0,8	1,0	1,1	1,3	1,9	2,3	2,4	3,2	8,0
Volume annuel de transactions (M LEG)	2,0	2,0	2,0	1,8	1,7	2,1	2,1	1,9	2,4	5,2
(transactions sur le parquet)	43	84	123	93	138	206	234	371	275	1 214
Indice général (en fin de période)	59	63	64	64	64	63	100	109	136	238
Indice des sociétés ouvertes au public	60	70	73	73	72	68	100	115	158	380

Source : Capital Market Authority ; Egyptian Stock Exchange ; Banque Centrale.