

Institut Supérieur de Commerce
et d'Administration des entreprises
Casablanca

Cycle Supérieur de Gestion

Privatisation et marché boursier

Mémoire présenté pour l'obtention du
diplôme du Cycle Supérieur de Gestion

Par

Abdelhadi CHERRANI

Jury

Président

Fadel DRISSI

Professeur à l'ISCAE

Suffragants :

Abdelaziz GHERNAOUT

Professeur à l'ISCAE

Rachid BELKAHIA

Professeur à l'Université Hassan II

Driss BENCHEIKH

Secrétaire Général de La Société de la
Bourse des Valeurs de Casablanca

Hassan BOUHEMOU

Président de l'Association de Sociétés et
Fonds d'Investissement Marocains

Décembre 1997

L'ISCAE n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Dédicace

A ma mère, mon père, Badia, Sara et Mehdi

Remerciements

Le présent mémoire a été réalisé grâce au soutien de nombreuses personnes à qui je voudrais exprimer ma profonde reconnaissance et toute ma gratitude. Je tiens à remercier en particulier :

- Monsieur Fadel DRISSI, Directeur de cette recherche, pour la qualité de son encadrement technico-pédagogique. Ses directives ont permis de mener à terme cette expérience combien enrichissante.
- Monsieur Rachid BELKAHIA, Professeur à l'Université Hassan II, pour avoir accepté de s'associer à l'élaboration de ce travail de recherche. Ses conseils ont permis de finaliser la version définitive de ce travail.
- Monsieur Driss BENCHEIKH, Secrétaire Général de la Société de la Bourse des Valeurs de Casablanca ; Monsieur Hassan BOUHEMOU, Président de l'Association de Sociétés et Fonds d'investissement Marocains et Monsieur Abdelaziz GHERNAOUT, Professeur à l'Institut Supérieur de Commerce et d'Administration des Entreprises pour avoir bien voulu faire partie du jury de ce mémoire.

Je tiens, aussi, à remercier tous les interviewés dont l'accueil, la disponibilité et l'engagement ont facilité le travail sur le terrain.

Abdelhadi CHERRANI

SOMMAIRE

Introduction générale.....	1
Première partie	
La bourse des valeurs, support de la privatisation	
	22
Chapitre 1 : La bourse des valeurs, un marché en chantier.....	24
1.1. L'atonie de la bourse des valeurs.....	25
1.2. Les axes de la réforme boursière.....	33
Chapitre 2 : La fonction de la bourse dans le processus de privatisation.....	54
2.1. La bourse : un mode de cession minoritaire.....	55
2.2. L'apport culturel et économique de la bourse.....	60
Deuxième partie	
Le processus de privatisation, catalyseur de la bourse des valeurs	
	6
Chapitre 3 : La régularité du déroulement des privatisations par le marché financier.....	6
3.1. Les contraintes liées à l'audit et à l'évaluation.....	7
3.2. Les contraintes liées au transfert.....	7
Chapitre 4 : L'impact du processus de privatisation sur le marché des actions.....	8
4.1. La revitalisation des indicateurs boursiers.....	8
4.2. L'amorce de la désintermédiation financière.....	9

Troisième partie
Privatisation et marché boursier,
une dynamique au service de la désintermédiation financière

Chapitre 5 : De l'entreprise fermée à une entreprise ouverte.....	108
5.1. Des faiblesses financières des entreprises privées.....	109
5.2. Des apports de l'ouverture du capital.....	113
Chapitre 6 : La bourse des valeurs, Quelle stratégie de croissance ?	119
6.1. Introduire de nouvelles sociétés.....	120
6.2. Mettre en oeuvre un plan d'action.....	123
Conclusion générale.....	135
Bibliographie.....	144
Annexes.....	151
Figures et tableaux	
Table des matières	

LISTE DES ABREVIATIONS

- BDP** : Bon de Privatisation.
- BMCE** : Banque Marocaine du Commerce Extérieur.
- CDVM** : Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières.
- CIOR** : Les Ciments de l'Oriental.
- CTM/LN** : Compagnie de transports au Maroc/Lignes nationales.
- EQDOM** : Société d'Equipement Domestique et Ménager.
- FERTIMA**: Société Marocaine des Fertilisants.
- GTM** : General Tire and Rubber Compagny of Morocco.
- OPV** : Offre publique de vente.
- OPCVM** : Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.
- SAMIR** : Société Anonyme Marocaine de l'Industrie du Raffinage.
- SBVC** : Société de la Bourse des Valeurs de Casablanca.
- SFI** : Société Financière Internationale.
- SNI** : Société Nationale d'investissement.
- SOFAC** : Société de Financement d'Achats à Crédit.
- SONASID**: Société Nationale de Sidérurgie.

0. INTRODUCTION GENERALE

0.1. PRESENTATION DE LA RECHERCHE

0.2. PRESENTATION DE LA METHODOLOGIE

0.3. CONCLUSION

0. INTRODUCTION GENERALE

0.1. Présentation de la recherche

- 0.1.1. Intérêt et cadre de la recherche
- 0.1.2. Problématique et objectifs de la recherche
- 0.1.3. Méthodologie de la recherche

0.2. Présentation de la méthodologie

- 0.2.1. Du choix du thème au travail sur le terrain
 - 0.2.1.1. Choix du thème de recherche
 - 0.2.1.2. Définition et validation de la problématique
 - 0.2.1.3. Elaboration de la thématique
 - 0.2.1.4. Elaboration et validation du guide d'entretien
 - 0.2.1.5. Choix de l'échantillon-type
 - 0.2.1.6. Travail sur le terrain
- 0.2.2. De la transcription des entretiens à l'analyse de causalité
 - 0.2.2.1. Transcription des entretiens
 - 0.2.2.2. Pondération des idées
 - 0.2.2.3. Classement des idées en cinq catégories
 - 0.2.2.4. Extraction des idées principales
 - 0.2.2.5. L'analyse prospective des idées principales
 - 0.2.2.6. Analyse de causalité entre les principales idées
- 0.2.3. De l'inventaire des axes stratégiques au plan d'action
 - 0.2.3.1. Inventaire des axes stratégiques
 - 0.2.3.2. Evaluation des axes stratégiques
 - 0.2.3.3. Test de cohérence des axes stratégiques
 - 0.2.3.4. Plan d'action

0.3. Conclusion

0.1. Présentation de la recherche

Nous allons présenter, dans un premier temps, l'intérêt et le cadre de cette recherche avant d'en exposer la problématique et les objectifs qui lui ont été assignés. Nous aborderons, ensuite, l'aspect méthodologique qui sera traité d'une manière détaillée dans le deuxième volet de cette introduction générale.

0.1.1. Intérêt et cadre de la recherche

La rénovation de la Bourse des Valeurs de Casablanca (BVC) vise, notamment, à promouvoir le processus de financement direct. Ce processus permet la mise en relation des agents à déficit de financement avec des agents à excédent de financement et ce, sans entremise du système bancaire. Dans ce cadre, les besoins de financement des entreprises sont couverts par l'émission de valeurs mobilières. Ces valeurs sont souscrites, entre autres, par les ménages.

Par ailleurs, au regard des échéances qui s'imposent au Maroc (les accords de l'Organisation Mondiale de Commerce, les accords avec l'Union Européenne,...), la compétitivité passe, plus particulièrement, par la mise à niveau financière des entreprises. Cette mise à niveau vise à renforcer les capitaux propres de l'entreprise marocaine et, par voie de conséquence, à assurer sa capitalisation financière. A défaut de cette capitalisation, le surendettement auprès des banques implique deux types d'inconvénients majeurs :

- au plan macro-économique : le recours systématique à l'endettement augmente les tensions inflationnistes par le renchérissement des coûts des investissements.
- au plan micro-économique : un excès d'endettement affaiblit la structure financière de l'entreprise et sa capacité à honorer ses engagements en raison de sa sous-capitalisation.

Sur un autre plan, le Maroc a entrepris, sous la houlette du Fonds Monétaire Internationale, la mise en oeuvre du Programme d'Ajustement Structurel (PAS) en vue de redresser l'économie du pays et ce depuis le début des années 80.

En effet, la situation socio-économique était, alors, devenue particulièrement critique. La conjugaison de contraintes externes (augmentation des prix de l'énergie, augmentation des taux d'intérêt internationaux, baisse des prix des phosphates,...) et de contraintes internes (cycle de sécheresse 1981-83, investissements civils et militaires dans les provinces sahariennes, prolifération des entreprises publiques,...) a fait que les réserves de change ont connu une chute sans précédent et permettaient à peine de couvrir quelques jours d'importation.

Le Maroc ne pouvait plus honorer ses engagements vis-à-vis de ses créanciers. Il fallait reconsidérer le paramétrage de l'économie pour sortir de cette situation de quasi insolvabilité. Dans ce contexte de crise, des réformes ont été introduites pour assurer le passage d'une économie administrée à une économie de plus en plus libérale.

Sur le plan sectoriel, le PAS prévoyait, notamment, le désengagement de l'Etat des entreprises publiques en faveur d'un mode de gestion privée. A ce niveau, la privatisation a été retenue comme l'une des modalités de ce désengagement. Parallèlement à cette réforme d'envergure stratégique, le PAS prévoyait, également, la réforme de la BVC pour qu'elle soit mise à contribution dans l'effort de transfert des entreprises privatisables au secteur privé.

A travers l'interaction entre le processus de privatisation et la BVC, la réalisation de la présente recherche nous a permis de découvrir, plus en avant, une nouvelle forme de financement qu'est le financement corporatif. En privatisant d'une manière réussie, l'Etat marocain a vulgarisé ce type de financement. Il revient, maintenant, aux entreprises privées marocaines de suivre l'exemple et de mobiliser, pour leur propre compte, l'épargne nationale et internationale en vue d'assurer leur croissance dans un monde où les frontières douanières ont tendance à disparaître. L'importance de cet enjeu fait que le thème de cette recherche est l'un des sujets débattus à l'heure actuelle.

Ayant précisé l'intérêt de cette recherche, voyons quels sont la problématique et les objectifs tels qu'ils ont été arrêtés.

0.1.2. Problématique et Objectifs de la recherche

La privatisation est, donc, une occasion précieuse pour stimuler la BVC. La cotation en bourse des entreprises privatisables devrait aboutir à l'amélioration des indicateurs boursiers. En effet, l'un des objectifs assignés à la privatisation consiste à dynamiser les activités de la bourse par la mise d'une partie des titres des entreprises privatisées à la disposition des épargnants à travers l'appel public à l'épargne.

D'un autre côté, la bourse, elle-même, est considérée, à son tour, comme un facteur de succès de la privatisation. A cet égard, la bourse offre, incontestablement, des possibilités permettant la diffusion des titres de propriété des entreprises privatisables auprès du grand public.

Avant la première privatisation par le marché financier de la CTM/LN en 1993, la bourse était un club réservé à quelques initiés qui fréquentaient les conseils d'administration des sociétés cotées. Ainsi qu'en témoigne l'évolution de la capitalisation boursière par rapport à la Production Intérieure Brute (PIB) pour la période allant de 1988 à 1992 (cf. Tableau n°1 ci-contre), le marché des actions est caractérisé par l'étroitesse. En effet, la contribution de ce marché au financement de l'économie n'a pas dépassé, dans le meilleur des cas, le taux de 7%. Ce taux a atteint, durant la même période, pour certains pays industrialisés comme la Grande Bretagne 89% ou le Japon 136%. Cet écart renseigne sur l'ampleur des efforts à déployer pour que la BVC puisse se hisser au niveau des standards internationaux.

L'INTERACTION ENTRE LE PROCESSUS DE PRIVATISATION ET LA BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA, FAVORISE-T-ELLE LE RENOUVEAU DU MARCHE DES ACTIONS ?. Telle est la question centrale de la problématique de notre recherche.

Quant aux principaux objectifs de la présente recherche, ce sont :

- 1- diagnostiquer le marché des actions de la BVC pour en déceler les principales forces, faiblesses, opportunités et contraintes en rapport, notamment, avec le processus de privatisation.
- 2-proposer, en partant de ce diagnostic, une stratégie de développement pour la BVC.

Tableau n° 1 : Capitalisation boursière des actions et PIB

Indicateurs	(Millions DH)					
	Années	1988	1989	1990	1991	1992
Capitalisation boursière	3 604	5 043	7 768	12 450	16 975	
PIB	182 230	193 931	212 855	241 407	241 224	
Capitalisation boursière/PIB (%)	1,98	2,60	3,65	5,16	7,04	

Source : R. BELKAHIA ; les entreprises et la bourse, thèse de Doctorat d'Etat, Université Hassan II, Casablanca, 1994, page 194.

0.1.3. Méthodologie de la recherche

La méthodologie de recherche a été construite autour de la question centrale du thème étudié telle qu'elle a été formulée dans la problématique. Celle-ci a servi de fil conducteur pour la conception, l'élaboration et la mise en forme de la thématique et de son corollaire le guide d'entretien. Le déroulement de la méthodologie obéit à un raisonnement itératif en ce sens que chaque phase permet d'affiner la précédente comme elle permet d'éclairer la suivante.

De type qualitatif, l'étude sur le terrain a consisté, ensuite, à réaliser un ensemble de 27 entretiens qui ont été sélectionnés sur la base d'un échantillon-type regroupant les opérateurs intervenant sur le marché des actions. Ces entretiens ont permis de recueillir les préoccupations spontanées des opérateurs, lesquelles préoccupations sont au centre de notre recherche.

Chaque entretien a été, par la suite, analysé, le même traitement étant réservé à tous les entretiens. Leur pondération les uns par rapport aux autres, à travers des grilles d'analyse, a constitué la base pour proposer une stratégie de développement pour la bourse. Cette collecte de données sur le terrain a été accompagnée de recherches documentaire et bibliographique.

Dans ce qui suit, nous allons voir, plus en avant, ces différents points relatifs à la méthodologie qui a été adoptée dans cette recherche.

0.2. Présentation de la méthodologie

Dans cette deuxième partie, nous allons passer en revue les trois phases de la méthodologie adoptée, à savoir :

- * délimitation de la problématique et recueil de l'information.
- * analyse des entretiens.
- * développement de la stratégie.

0.2.1. Délimitation de la problématique et recueil de l'information : du choix du thème au travail sur le terrain

Cette première phase de la méthodologie se distingue par son caractère d'ordre conceptuel. Il fallait, en effet, concevoir les outils méthodologiques nécessaires pour aborder la phase suivante, celle du travail sur le terrain.

0.2.1.1. Choix du thème de recherche

Au cours du séminaire résidentiel organisé par l'ISCAE du 8 au 10 Mars 1996 à Marrakech, le Staff du Cycle Supérieur de Gestion a mis en exergue la nécessité de soutenir un travail de recherche dans un délai maximum de 30 mois. Depuis lors, des efforts de sensibilisation et d'incitation furent sans cesse déployés, notamment, dans le cadre du groupe de formation où l'animateur nous exhortait à cibler un thème de recherche soutenable. C'est sous l'effet de cette insistance que nous avons commencé nos premières lectures sur le thème «le désengagement de l'Etat de l'activité économique». Au fur et à mesure que nous avançons dans nos lectures, notre thème de recherche émergeait progressivement. Quelques visites à l'ancien siège de la BVC ont fini par nous convaincre que le thème était intéressant en raison de son actualité, de sa faisabilité et de son lien avec la gestion des entreprises .

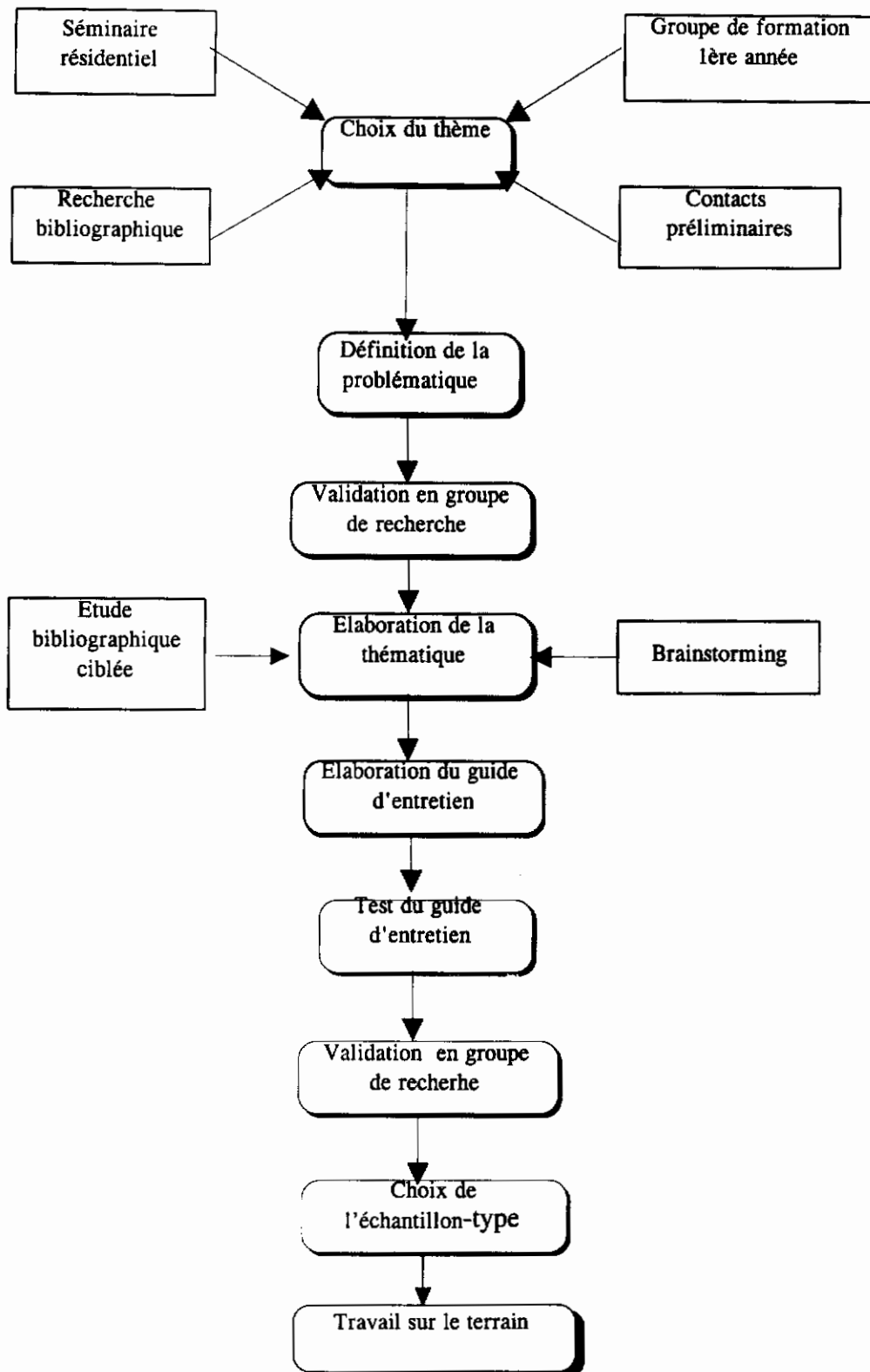
0.2.1.2. Définition et validation de la problématique

Le choix du thème soulève toute une série de questions que nous avons dû hiérarchiser les unes par rapport aux autres pour arriver à cerner la question centrale autour de laquelle pivotent toutes les autres questions. Celle-ci est, en fait, la traduction condensée et directe de la problématique. En vue de sa validation, la question centrale fut soumise au groupe de recherche qui a été un véritable organe d'encadrement et de conseil. Une fois que la question centrale a été ajustée grâce aux recommandations des membres du groupe, il s'agissait de passer à l'élaboration de la thématique.

0.2.1.3. Elaboration de la thématique

La problématique a été déclinée sous forme de plusieurs dizaines de questions qui ont été structurées autour des thèmes et des sous-thèmes qui

Figure n° 1
Délimitation de la problématique et recueil de l'information



en découlent. Ce glissement de la problématique à la thématique s'est opéré à l'aide de plusieurs séances de brainstorming et de plusieurs lectures ciblées. Cinq thèmes constituent l'ossature de la thématique (Cf. annexe n°1) :

- * la réforme boursière ;
- * la fonction de la bourse dans le processus de privatisation ;
- * le déroulement des privatisations par le marché financier ;
- * l'impact des opérations de privatisation sur le marché des actions ;
- * l'avenir du marché des actions.

0.2.1.4. Elaboration et validation du guide d'entretien

Après son élaboration à partir de la thématique, le guide d'entretien a été testé auprès de certains opérateurs de la bourse. Ce test a permis de réviser la durée moyenne de déroulement des entretiens, de reformuler certaines questions dans un souci de clarté et d'impartialité et d'intérioriser les attitudes d'écoute et de recul. Ce travail d'ajustement a été réalisé avec l'aide, là encore, des membres du groupe de recherche et a abouti à l'établissement du guide d'entretien dans sa version définitive (Cf. annexe n°1).

0.2.1.5. Choix de l'échantillon-type

La construction de l'échantillon-type obéit à deux interrogations:

- Quelle est la personne à contacter?
- Pourquoi faut-il la contacter ?

Ce questionnement a permis de dénicher les sources où l'information recherchée est disponible. Cette façon de faire a été très pratique dans la mesure où elle a permis de réaliser une économie de temps considérable en évitant de taper sur des portes fermées ou de s'adresser à des acteurs non concernés par le thème de recherche étudié.

Pour identifier les acteurs qui sont impliqués dans la mutation de la bourse des valeurs, il a fallu opter pour approche systémique en vue de cerner la proximité des uns et des autres par rapport au système boursier. L'échantillon a, ainsi, regroupé des responsables (Cf. annexe n°1) :

- * du Ministère de la Privatisation Chargé des Entreprises d'Etat ;
- * de banques ;
- * de sociétés de bourse ;
- * d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ;
- * de sociétés privatisées ;
- * du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) ;
- * de la Société de la Bourse des Valeurs de Casablanca (SBVC) ;
- * de Maroclear (dépositaire central) ;
- * du Groupement Professionnel des Banques du Maroc (GPBM) ;
- * de l'Association Professionnelle des Sociétés de Bourse (APSB)
- * de l'Association de Sociétés et Fonds d'investissement Marocains (ASFIM) ;
- * de BANK AL MAGHRIB ;
- * de la Direction du Trésor ;
- * de sociétés de financement International ;
- * de la Direction des Entreprises Publiques et des Participations (DEPP) ;
- * d'une société de communication.

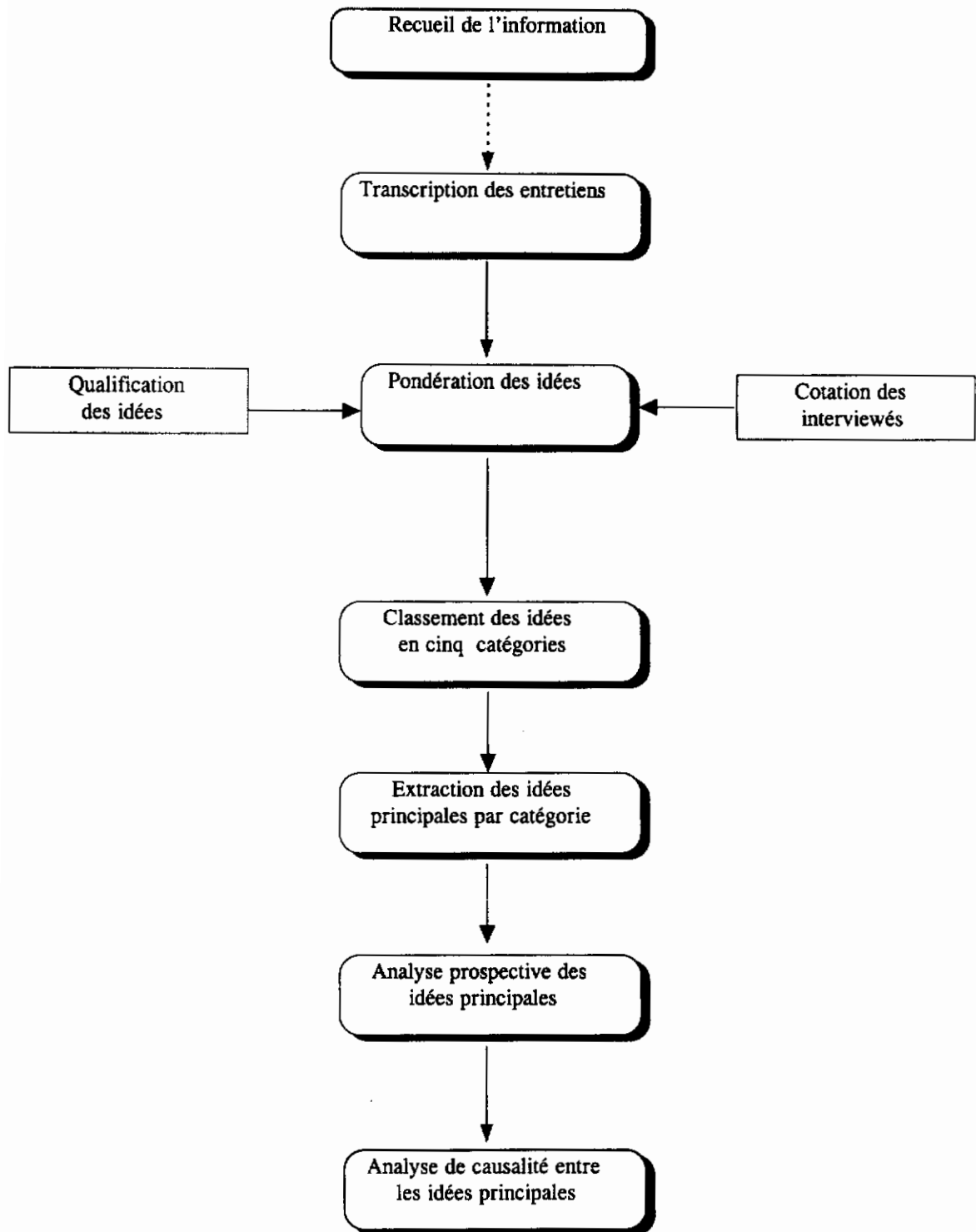
0.2.1.6 Travail sur le terrain

Etant donné que la démarche adoptée est du type qualitatif et compte tenu de la diversité des questions soulevées dans la thématique, les entretiens sont du type semi-directif. Le déroulement des entretiens s'est étalé sur une période de trois mois, entre Mars et Mai 1997, tant à Casablanca qu'à Rabat. Des difficultés pour la prise de rendez-vous ont pu surgir pour des considérations diverses telles que la non disponibilité, le report, le refus, ... Quant à l'enregistrement sur magnétophone des entretiens, il n'a pratiquement posé aucun problème.

0.2.2. Analyse des entretiens : de la transcription des entretiens à l'analyse de causalité

La deuxième phase de la méthodologie est consacrée au diagnostic du marché des actions. Les entretiens réalisés avec les professionnels ont été analysés selon des règles méthodologiques ce qui a permis de mettre en lumière les caractéristiques principales de ce marché.

Figure n°2
Analyse des entretiens



0.2.2.1 Transcription des entretiens

Les 27 entretiens réalisés ont été enregistrés, en totalité, sur des cassettes audio et ont fait l'objet d'une transcription intégrale. Cette transcription a été faite de façon à ne pas perdre quoi que ce soit des propos avancés par les interviewés et de façon à ne pas en déformer la teneur. Après le décryptage, nous sommes passé à la phase d'analyse proprement dite.

0.2.2.2. Pondération des idées

Une fois que les idées ont été cernées, elles ont été rattachées à la thématique. Ce rattachement s'est accompagné par une double pondération de chacune des idées énoncées par l'interviewé. Une première pondération a été faite en fonction du degré de spontanéité et d'insistance grâce au barème de notation suivant :

*idée non évoquée	0
*idée évoquée avec assistance	1
*idée évoquée après une relance	2
*idée évoquée avec insistance après une relance	3
*idée évoquée spontanément	4
*idée évoquée spontanément avec insistance	5

Après l'avoir pondéré, chaque idée a été affectée, ensuite, d'un coefficient de pondération dont la détermination a été faite sur la base de deux critères à savoir la maîtrise du sujet étudié et la position hiérarchique. Cette deuxième pondération a permis d'équilibrer l'échantillon en accordant à chaque interviewé un poids par rapport aux autres interviewés.

0.2.2.3 Classement des idées en cinq catégories

Une fois que les idées ont été pondérées, il s'agissait, ensuite, de les catégoriser en fonction de leur nature en les imputant à l'une des catégories suivantes (Cf. tableau n°2) :

- * Forces ;
- * Faiblesses ;
- * Opportunités ;
- * Contraintes ;
- * Propositions .

Tableau n°2 : Fiche récapitulative des idées par entretien

Nature	Code	Contenu	Pondération n°1	Pondération n°2
Forces				
Faiblesses				
Opportunités				
Contraintes				
Propositions				

Tableau n°3 : Normalisation des idées

Code s/thème	Code idée	Codes et coefficients de pondération des entretiens	A	...	Z	Total
		→				
		↓ Catégories :				

0.2.2.4. Extraction des idées principales

Lorsque l'analyse de tous les entretiens a été achevée selon l'ordre séquentiel indiqué ci-dessus, il s'est agi de formuler, d'une manière normalisée, les idées communes à plusieurs entretiens. L'objectif recherché, à travers cette normalisation, consiste à mettre en relief les idées qui reviennent le plus fréquemment dans les entretiens. Il va de soi que ce travail a été effectué pour chacune des cinq catégories (Cf. tableau n°3).

0.2.2.5. Analyse prospective des idées principales

Ce type d'analyse a consisté à évaluer la tendance, dans le temps, des idées principales de sorte que l'élaboration de la stratégie soit faite en tenant compte non des tendances actuelles ou passées mais des projections futures. En d'autres termes, les changements probables, qui surviendraient aussi bien au niveau du système qu'au niveau de l'environnement de la bourse, devaient être pris en considération (Cf. tableau n°4).

Exemple : le fait que le dépositaire central ne soit pas fonctionnel a été perçu par les opérateurs de la bourse comme étant un point faible. Mais, étant donné que le texte relatif à la création de cette institution a été promulgué et que le Directeur Général du dépositaire central a été nommé, cette faiblesse deviendrait une force à court terme à condition de prévoir des structures dédiées pour activer le processus de mise en place .

Après avoir fait l'objet d'une projection dans le temps, les idées principales ont été soumises à l'analyse de causalité.

0.2.2.6. Analyse de causalité entre les principales idées

Il s'est agi, ici, de repérer les idées principales qui ont été considérées comme étant des variables explicatives déterminantes sur lesquelles il faut absolument agir pour améliorer le comportement et le fonctionnement du système ainsi que son adaptabilité à son environnement. Pour ce faire, les interactions de chaque idée principale, projetée dans le temps, avec chacune des autres idées principales ont été analysées. Ces analyses ont été

Tableau n° 4 : Analyse prospective des idées principales

Nature	Contenu de l'idée	Situation actuelle	Situation future
Forces			
Faiblesses			
Opportunités			
Contraintes			

Tableau n°5 : Analyse de causalité entre les idées principales

Effets \ Causes	Forces			Faiblesses	Opportunités	Contraintes			Total
	F1							Cn	
F1									
Cn									

traduites en coefficients de corrélation pour mieux les appréhender et les synthétiser (Cf. tableau n° 5).

0.2.3. Développement de stratégie : de l'inventaire des axes stratégiques au plan d'action

Dans cette dernière phase, il s'est agi d'inventorier les axes stratégiques, de les évaluer et de tester leur cohérence les uns par rapport aux autres en vue de construire un plan d'action.

0.2.3.1. Inventaire des axes stratégiques

Les axes stratégiques ont été inventoriés à partir de deux sources :

- * les entretiens : lors du montage du guide d'entretien, des questions ont été élaborées pour amener les interviewés à s'exprimer sur l'avenir de la bourse. Les suggestions, ainsi exprimées, traduisent leurs vœux quant à l'évolution future souhaitée.
- * la bibliographie financière spécialisée : elle offre un très large éventail de possibilités de développement des marchés financiers aussi bien en termes de sophistication qu'en termes de taille.

Après avoir recensé les différents axes stratégiques, il fallait en faire l'évaluation pour les hiérarchiser par ordre d'importance.

0.2.3.2. Evaluation des axes stratégiques

Elle a consisté à faire des croisements entre les axes stratégiques inventoriés et les idées principales projetées dans le temps (les paramètres). Une note, allant de 1 à 10, a été attribuée à chaque croisement en vue de mesurer l'impact de chaque axe stratégique sur les paramètres retenus. Autrement dit, cette pondération a le mérite de permettre, en dernier ressort, de hiérarchiser les axes stratégiques et de les soumettre à un ordre de priorité (Cf. tableau n°6)..

Figure n°3
Développement de la stratégie

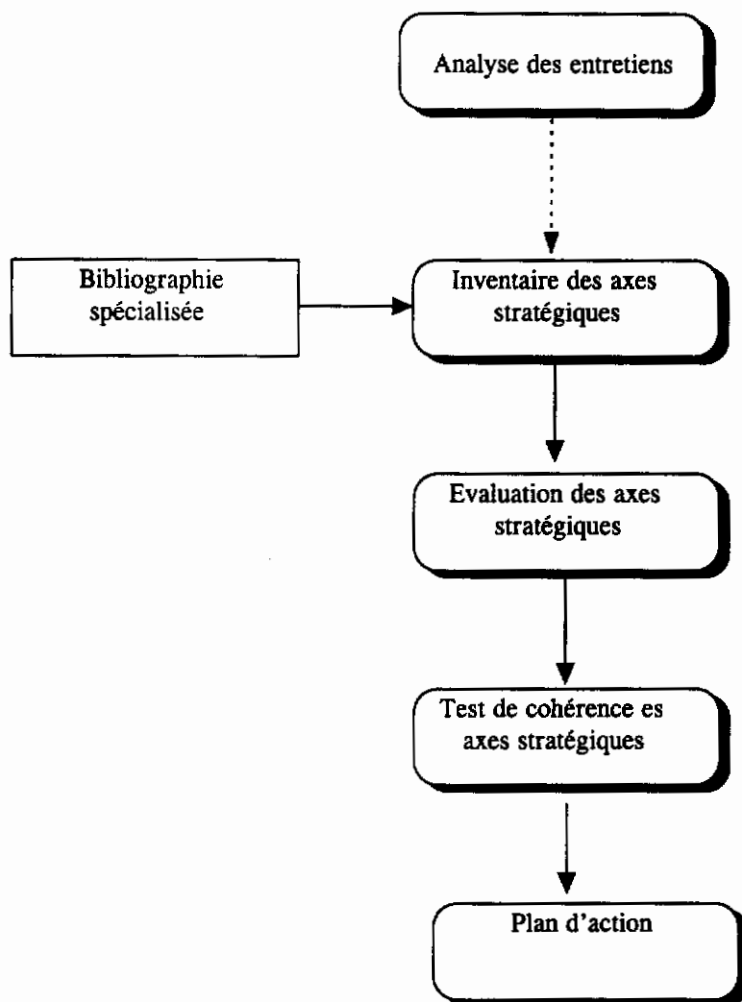


Tableau n°6: Evaluation des axes stratégiques

Axes	Idées	Forces			Faiblesses	Opportunités	Contraintes			Total
		FI								
Axe 1										
Axe n										

Tableau n°7 : Test de cohérence des axes stratégiques

Axes	Axe 1	Axe 2			Axe n
Axe 1	Oui	Non	Oui	Non	Oui
Axe 2		Oui	Oui	Oui	Oui
			Oui	Oui	Non
				Oui	Oui
Axe n					Oui

0.2.3.3. Test de cohérence des axes stratégiques

Une fois les axes stratégiques évalués comme nous l'avons vu ci-dessus, ils ont été confrontés les uns avec les autres dans le but de déceler les cas d'incompatibilité. Le croisement a donné lieu à deux types de situation (Cf. tableau n°7) :

- * Oui : les axes stratégiques croisés sont cohérents.
- * Non : les axes stratégiques croisés sont incompatibles auquel cas il convenait d'éliminer celui qui était de moindre importance.

0.2.3.4. Plan d'action

Chaque axe stratégique a été décliné sous forme d'une série d'actions dont la faisabilité, en termes de délais et de ressources, a déterminé celle de l'axe lui-même. L'interprétation des résultats contenus dans le tableau n°8 a permis de se prononcer sur la stratégie à mettre en oeuvre.

Tableau n° 8 : Analyse de faisabilité des axes stratégiques

Axes	Actions	Délais de mise en oeuvre			Ressources de mise en oeuvre		
		Court	Moyen	Long	Faible	Moyen	Elevé
Axe 1	- Action 1.1 - Action 1.2 - Action 1.3						
Axe 2							
.....							
Axe n							

0.3. Conclusion

Le présent travail de recherche a été conçu et élaboré selon une méthodologie de type itératif. En effet, chaque phase a permis d'affiner la précédente et d'éclairer la suivante dans le cadre d'une interaction permanente.

Cette méthodologie a le mérite d'avoir associé les professionnels du secteur au déroulement du présent travail de recherche depuis le diagnostic jusqu'au développement de la stratégie. Dans le fonds, ces professionnels sont les mieux placés pour mettre en relief les questions cruciales qui déterminent, en partie, l'avenir de la bourse des valeurs. Grâce à des grilles d'analyse et de synthèse, leurs propos ont été traités de manière à retrouver les préoccupations centrales de l'heure et à proposer une stratégie de nature à contribuer à l'adaptation du système boursier à son environnement.

C'est dans cette optique que nous avons mené cette recherche dont le plan se décompose en trois parties, à savoir :

- Première partie : la bourse des valeurs, support de la privatisation
- Deuxième partie : le processus de privatisation, catalyseur de la bourse des valeurs
- Troisième partie : privatisation et marché boursier, une dynamique au service de la désintermédiation financière

PREMIERE PARTIE

LA BOURSE DES VALEURS, SUPPORT DE LA PRIVATISATION

CHAPITRE 1 : LA BOURSE DES VALEURS, UN MARCHÉ EN CHANTIER

CHAPITRE 2 : LA FONCTION DE LA BOURSE DES VALEURS DANS LE PROCESSUS DE PRIVATISATION

Au cours des années 70, les hausses du prix du pétrole ont généré des masses importantes de fonds vers les pays pétroliers. Placés auprès des institutions financières occidentales, ces fonds ont été déployés, notamment, sous forme de prêts accordés aux pays du tiers-monde pour relancer la demande internationale.

La décennie suivante a été marquée par l'épuisement des liquidités et le déclenchement de la crise de l'endettement du tiers monde. Les pays débiteurs n'étaient plus en mesure d'honorer leurs engagements vis-à-vis des banques internationales. A la suite de quoi, tout le système d'intermédiation financière mondiale a été ébranlé ; ce qui a conduit à un changement radical de la stratégie de croissance des pays occidentaux. « Le début de la décennie 80 avait, d'abord, révélé de nouvelles équipes au pouvoir à la fois en Angleterre et aux Etats-Unis, dont les programmes économiques consacraient prioritairement la lutte contre l'inflation »(1). Cherchant à réduire les effets inflationnistes de la création monétaire, les pays de l'Occident se sont tournés vers le financement par l'appel public à l'épargne. Dans le même sens, la Banque Mondiale et le Fonds Monétaire International ont été investis de nouvelles missions qui trouvent leur expression dans les programmes d'ajustement structurel.

Au Maroc, la mise en oeuvre du PAS intègre, notamment, la restructuration de la bourse des valeurs pour qu'elle soit mise à contribution dans la réussite du processus de privatisation. Dans cette optique, nous allons examiner, dans cette première partie, la réforme boursière (chapitre 1) et la fonction de la bourse des valeurs dans le processus de privatisation (chapitre 2).

CHAPITRE 1 : LA BOURSE DES VALEURS, UN MARCHÉ EN CHANTIER

1.1. L'ATONIE DE LA BOURSE DES VALEURS

1.2. LES AXES DE LA REFORME BOURSIERE

L'une des questions cruciales posées par la mise en oeuvre du processus de privatisation concerne la disponibilité de l'épargne privée et la capacité de sa mobilisation. Par voie de conséquence, le financement des privatisations est conditionné par le dynamisme et la performance des marchés des capitaux, à savoir : le système bancaire et le marché financier. Sur un plan plus particulier, le financement des privatisations par le marché financier repose notamment sur l'existence d'un marché boursier capable de garantir à l'investisseur en valeurs mobilières la liquidité, le rendement et la transparence.

Le marché boursier ou marché secondaire « marque la distinction avec le marché primaire sur lequel s'opère le placement des titres au moment de leur création par leurs émetteurs, publics ou privés. En revanche, le marché secondaire est celui où se négocient des valeurs qui sont déjà en circulation dans le public » (2). Donc, le marché secondaire (ou la bourse des valeurs) est indispensable, une condition sine qua non pour le fonctionnement marché primaire. Ils forment ensemble le marché financier.

Notre propos consiste, dans ce premier chapitre, à mettre en lumière la situation d'atonie dans laquelle se trouvait la BVC entre 1988 et 1992 (section 1) et à mettre en relief les principaux axes de la réforme boursière (section 2).

1.1. L'atonie de la bourse des valeurs.

Le Maroc indépendant a constitué, par la loi du 14 Novembre 1967, une bourse sous forme d'établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière. A la suite de cette réforme, la bourse a été mise sous la tutelle du ministère des finances par le biais d'un conseil d'administration. Sa gestion fut confiée à un directeur général nommé par Dahir.

Durant les années qui ont précédé la première privatisation par le marché financier (CTM/LN), la BVC se caractérisait par l'atonie et était en marge du mouvement mondial de désintermédiation financière. Cette atonie se traduit par la faiblesse des indicateurs boursiers (paragraphe 1) et s'explique par des facteurs structurels (paragraphe 2).

1.1.1. La faiblesse des indicateurs boursiers.

La valorisation des actifs des entreprises et l'organisation de la liquidité de l'épargne sont deux critères qui permettent d'apprécier le rôle économique d'une bourse de valeurs. Ils sont traduits, respectivement, par la capitalisation boursière et le volume des transactions.

1.1.1.1. La capitalisation boursière.

La capitalisation boursière est définie comme étant le produit du nombre total des titres composant le capital d'une société par leur cours boursier. Elle exprime, ainsi, la valeur que la bourse attribue à l'entreprise à un moment donné. C'est ainsi que la sommation des capitalisations boursières des sociétés cotées exprime le poids d'une bourse sur le plan régional et sur le plan international.

La valeur de la capitalisation boursière dépend des fluctuations des cours et des opérations qui ont un effet sur le nombre de titres cotés telles que les augmentations de capital, les introductions en bourse et les radiations. A titre d'exemple, une politique restrictive de distribution des dividendes pourrait empêcher le cours de s'apprécier et provoquer, par conséquent, une fluctuation à la baisse de la capitalisation boursière. Ne recevant pas assez de dividendes, les actionnaires pourraient être tentés de vendre leurs actions en bourse et désavouer, ainsi, les dirigeants de l'entreprise.

La capitalisation boursière a progressé de 471 % entre 1988 et 1992 mais cette performance n'est pas significative dans la mesure où la contribution au financement de l'économie n'a pas dépassé, dans le meilleur des cas, 7%. Ce taux est, incontestablement, faible si on le compare à ceux de certains pays industrialisés comme la Grande Bretagne (89%) ou comme le Japon (136%) (3). L'étroitesse du marché des actions est évidente et témoigne de son rôle marginal dans l'économie marocaine.

De surcroît, la capitalisation boursière affichée par la BVC s'est caractérisée par une forte concentration autour des principales sociétés cotées. Ces sociétés ont monopolisé, selon les années, entre 70% et 77% de sa valeur globale. Une telle physionomie n'est pas compatible avec une politique de diversification des risques d'investissement en bourse étant

Tableau n° 9 : Capitalisation boursière des actions et PIB
(Millions DH)

Indicateurs \ Années	1988	1989	1990	1991	1992
Capitalisation boursière	3 604	5 043	7768	12 450	16 975
PIB courant	182 230	193 931	212 855	241 407	241 224
Capitali. boursière /PIB %	1,98	2,60	3,65	5,16	7,04

Source : R. BELKAHIA op. cit. page 164.

Tableau n° 10 : Capitalisation boursière des principales actions

(Millions DH)

Indicateurs \ Années	1989	1990	1991	1992
Capitali. boursière des principales sociétés	3 530	5 792	9 546	12 911
Capitalisation boursières globale	5 043	7 768	12 450	16 975
Part des 10 principales sociétés %	70	75	77	76
Nombre de sociétés cotées	71	71	68	68

Source : La bourse en chiffres.

donné que les valeurs qui pourraient avoir un potentiel de développement intéressant, sont en nombre limité (Cf. tableau n° 10).

Qu'en est-il de la liquidité du marché boursier pendant la période allant de 1988 à 1992 ?

1.1.1.2. Le volume des transactions.

C'est le résultat de la confrontation des offres et des demandes de titres qui se manifestent pendant les heures d'ouverture des séances de la bourse. L'analyse du volume des transactions renseigne sur la liquidité du marché boursier.

Telle qu'on peut le constater à travers le tableau n°11, la vitesse de circulation oscille, seulement, entre 2,64% et 7,44%. Cette faiblesse signifie que les sociétés cotées n'avaient pas de flottant. Autrement dit, une partie significative de leur capital n'était pas diluée auprès du public pour permettre des échanges entre offreurs et demandeurs de titres.

Cela vient du fait que le propriétaire-manager détient la majorité du capital et les institutionnels (les compagnies d'assurances, les caisses de retraite, la Caisse de Dépôt et de Gestion et la SNI) détiennent, pour leur part, une partie significative de ce capital. A ce propos, Rachid BELKAHIA indique que le « manque de liquidité trouve son origine dans la capitalisation « bloquée » très importante entre les mains des institutionnels »(4). A titre marginal, des titres, représentant un faible reliquat, étaient dispersés entre un certain nombre de personnes qui n'étaient pas disposées à les céder. Cette structuration du capital fait qu'il n'y avait ni échange de titres ni arbitrage entre les différentes valeurs en termes de rendement.

La non liquidité du marché des actions est confirmée par la forte concentration du volume total des transactions autour d'un nombre très limité d'actions. En effet, la part des principales actions cotées, dans le volume global des transactions, varie entre 70% et 88% comme le fait ressortir le tableau n°12.

Tableau n° 11 : Vitesse de circulation des actions

(Millions de DH)

Années	1988	1989	1990	1991	1992
Indicateurs					
Volume des transactions (1)	268	133	512	460	628
Capitalisation boursière (2)	3 604	5 043	7 768	12 450	16 975
Vitesse de circulation (1)/(2)%	7,44	2,64	6,59	3,69	3,70

Source : La bourse en chiffres.

Tableau n° 12 : Volume de transaction des principales actions

(Millions DH)

Années	1988	1989	1990	1991	1992
Indicateurs					
Transactions des principales sociétés	188	87	449	357	554
Transactions totales	268	133	512	460	628
Part des 10 principales sociétés %	70	65	88	77	88

Source : la bourse en chiffres .

La liquidité des principales actions cotées est biaisée car les prix de cession ne découlaient pas de la confrontation, sur la place boursière, entre l'offre et la demande de titres. La loi n'ayant pas défini de seuil, les transactions hors bourse portaient aussi bien sur des opérations de blocs que sur des petites quantités de titres.

D'une certaine manière, le mode des cessions directes permettait aux propriétaires du capital de suivre de très près l'évolution de la composition du tour de table de leur entreprise pour ne pas se faire dessaisir du pouvoir de contrôle. Il s'agit, en fait, d'une pratique boursière connue qui permet d'orchestrer les recompositions de la structure du capital.

Mais, les cessions directes ont formé, au sein de la BVC, un marché parallèle où les prix étaient négociés au gré à gré et dérogeaient ainsi au principe de la vérité des cours qui doit régir toute bourse efficiente. En effet, « la liquidité se trouvait détournée du marché central au profit de celui des cessions directes, l'égalité d'accès et de traitement des investisseurs n'est plus assurée et les cours sur le marché central ne sont plus représentatifs »(5). Notons que cette pratique était favorisée par la faiblesse des commissions prélevées par les autorités boursières sur les opérations réalisées hors bourse comparativement à celles qui s'appliquaient aux opérations traitées au niveau du marché officiel.

Comme le fait ressortir le tableau n°13, les transactions sur les actions se faisaient, pour l'essentiel, selon le mode des cessions directes, variant entre 84% et 98 % du volume total des transactions. Le fléchissement constaté en 1992 est, tout à fait, exceptionnel. Il s'explique par l'augmentation de capital, par appel public à l'épargne, lancée par Wafabank. Cette opération a provoqué, sur le marché officiel, un volume de transactions de l'ordre de 399,98 millions de DHS.

Les indicateurs boursiers, examinés ci-dessus, nous ont renseignés sur l'étroitesse du marché boursier et sur son manque de liquidité. Cet état de fait s'explique par des facteurs structurels.

Tableau n°13 : Cessions directes des actions

(Millions DH)

Indicateurs \ Années	1988	1989	1990	1991	1992
Cessions directes	260	112	500	404	155
Transactions totales	268	133	512	460	628
Part des cessions directes	97	84	98	88	25

Source : la bourse en chiffres.

Tableau n° 14 : Rendement moyen général des actions

(Pourcentage)

Indicateurs \ Années	1988	1989	1990	1991	1992
Rendement moyen général %	9,17	6,88	5,80	4,35	4,21
Société n'ayant pas distribué	27	28	30	28	26
Sociétés cotées	71	71	71	68	68

Source : La bourse en Chiffres

1.1.2. Les facteurs structurels de l'atonie de la bourse

Les indicateurs boursiers traduisent l'activité très limitée de la BVC pendant une époque où les entreprises se tournaient systématiquement vers le système bancaire pour couvrir leurs besoins de financement. Cette marginalisation trouve son origine dans la conjugaison de trois facteurs principaux à savoir la faiblesse de l'intermédiation boursière, la frilosité des entreprises et le désintéressement des investisseurs en bourse.

1.1.2.1 La faiblesse de l'intermédiation boursière

Les anciens textes de loi n'avaient pas prévu la séparation entre les activités des marchés des capitaux et les activités commerciales des banques. La loi donc aidant, celles-ci se sont confinées dans les structures financières de l'économie d'endettement. En effet, le développement des activités boursières représentait un danger pour les marges qu'elles réalisaient essentiellement grâce à l'intermédiation classique. Par ailleurs, « l'intermédiation au sein de la bourse était réglementée de telle façon que ce sont douze banques qui monopolisaient l'activité. Or, les banques ne sont pas les mieux placées pour inciter les entreprises et les particuliers à la cotation et au placement »(6).

1.1.2.2. La frilosité des entreprises

Les associés de l'entreprise familiale refusent de se faire introduire en bourse pour des considérations qui sont liées, principalement, à la protection du capital qui est le garant du pouvoir de contrôle. En effet, l'ouverture du capital crée une nouvelle configuration de la structure de celui-ci et partant une perte d'indépendance des propriétaires.

Outre le souci de maintien du caractère familial de l'entreprise, l'appel public à l'épargne oblige à une gestion transparente qui implique la diffusion d'informations relatives à la situation financière, commerciale, technologique,.... L'immense majorité des entreprises familiales s'opposent à dévoiler le secret de leurs affaires et à publier leurs comptes financiers dans la mesure où le manque d'étanchéité entre les biens sociaux de l'entreprise et les patrimoines personnels implique l'exhibition de la fortune de la famille. L'essor du marché boursier marocain est freiné par des

entraves dont « la plus importante d'entre elles demeure encore le caractère familial du capital de bon nombre d'entreprises marocaines, ce qui limite considérablement leur possibilité d'ouverture et, par conséquent, de croissance » (7).

1.1.2.3. Le désintéressement des investisseurs en bourse

Ce désintéressement tient de la fois à la faiblesse du rendement des actions et de l'insuffisance de l'information. Pour ce qui est du rendement, le ratio du rendement moyen général a connu une dégradation continue en passant de 9,17% en 1988 à 4,21% en 1992 (Cf. tableau n° 14).

Les taux affichés par la bourse sont dérisoires eu égard au taux d'intérêt des dépôts bancaires à terme (8,5 % au minimum) et à la spéculation que connaissait le secteur de l'immobilier pendant la même période. Dans ce même sens, Rachid BELKAHIA explicite les raisons de cet handicap des placements boursiers en disant : « La faiblesse des cours, l'évolution décevante des résultats et les politiques de dividendes timides des firmes cotées ne permettent même pas aux épargnants de se prémunir contre la baisse de la valeur de la monnaie » (8).

Quant à l'information, elle était insuffisante et de mauvaise qualité en raison, notamment, de l'absence d'une réglementation du commissariat aux comptes et d'une autorité de surveillance du marché financier (watchdog).

Notons, en définitive, que la faiblesse de la capitalisation boursière et du volume des transactions reflète, respectivement, l'étroitesse du marché et son manque de liquidité. Ces deux caractéristiques s'expliquent par la faiblesse de l'intermédiation boursière, la frilosité des entreprises et le désintéressement des épargnants.

1.2. Les axes de la réforme boursière

Si l'économie marocaine reste fortement intermédiée, comme à l'heure actuelle, le système bancaire ne pourra, à lui seul, financer un taux de croissance suffisamment fort pour relever les défis liés à l'ouverture des frontières prévue pour l'an 2010. A ce titre, le président du Groupement Professionnel des Banques du Maroc, M Othmane BENJELLOUNE, précise

le contexte général de la réforme boursière : « une économie saine qui autorise une croissance régulière, soutenue et non inflationniste, est une économie où l'investissement est financé par l'épargne et non pas systématiquement par la création monétaire. En d'autres termes, l'entreprise doit pouvoir, pour se financer, ne pas devoir nécessairement avoir recours aux crédits bancaires... » (9). Il est clair que la réforme boursière vise à promouvoir le financement corporatif en faisant sortir la BVC de sa léthargie et en la faisant évoluer progressivement vers une plus grande efficacité.

L'efficacité du marché boursier s'apparente au marché de la concurrence « pure et parfaite » où les prix reflètent, à tout moment, les conséquences des événements antérieurs et des anticipations sur le futur. A cet effet, deux conditions sont considérées comme étant déterminantes pour qualifier un marché d'efficace, à savoir : la disponibilité de l'information et l'atomicité de l'offre et de la demande. « La première est l'exigence que toute information pertinente soit disponible gratuitement pour tous les participants au marché. La seconde est que ceux-ci soient en nombre élevé et en compétition active pour la réalisation de profits, de telle sorte qu'aucun d'entre eux ne puisse à lui seul influencer sur le niveau des prix qui se formeront sur le marché » (10). Qu'est-ce qui a été fait pour remplir ces deux conditions ?

Dans cette deuxième section, nous allons traiter des principaux apports de la réforme boursière, à savoir : la mise en place de nouvelles autorités du marché financier (paragraphe 1), la professionnalisation de l'intermédiation boursière (paragraphe 2), l'instauration de structures dédiées à la collecte de l'épargne (paragraphe 3) et la rénovation des systèmes de cotation et de détention des titres (paragraphe 4).

1.2.1. Les nouvelles autorités du marché

Le contrôle du marché est exercé de deux manières. Il y a, d'une part, le contrôle de la bonne fin des opérations lequel relève du champ de compétence de la Société de la Bourse des Valeurs de Casablanca (SBVC). D'autre part, le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) intervient pour assurer la protection de l'épargne investie en bourse mais rien ne l'empêche de veiller à la bonne fin des opérations.

1.2.1.1. La mission de la SBVC

La SBVC est une société anonyme de droit privé dont le capital est, entièrement et à parts égales, détenu par les 13 sociétés de bourse agréées. Ses activités sont régies par les statuts et le cahier des charges qui ont été approuvés par le ministre des finances respectivement le 08/1/95 et le 02/08/95. Instituée par le Dahir portant loi n° 1-93-211, elle a pour mission de contrôler la régularité des opérations d'intermédiation boursière et de prononcer l'introduction des sociétés en bourse ainsi que leur radiation.

En vertu de l'article 12 ter de la loi 34-96, la SBVC (ou société gestionnaire) «est habilitée à prendre toutes les dispositions utiles à la sécurité du marché et à intervenir à ce titre tant auprès des sociétés de bourse qu'auprès des opérateurs ». Selon le même article, elle est tenue d'informer le CDVM de toutes les infractions constatées pendant l'exercice de son contrôle.

Concernant l'admission des valeurs mobilières à la cote, les personnes morales privées doivent, selon les compartiments (premier ou deuxième compartiment), remplir des conditions définies par la loi. Le Dahir portant loi n° 1-93-211 définit celles qui se rapportent au premier compartiment alors que la loi n° 34-96, modificative de ce même dahir, précise celles ayant trait au deuxième compartiment (Cf. tableau n°15).

Pour ce qui est de la radiation de la cote, la demande peut émaner de la société concernée ou du CDVM. A la suite de quoi, le SBVC procède à la radiation qui peut être motivée par trois types de motifs :

- le non respect des conditions d'admission en bourse ;
- la faiblesse du volume des transactions en valeur et en nombre de jours ;
- la discontinuité de la distribution des dividendes.

Tableau n° 15 : Conditions d'introduction en bourse

Compartiments Conditions	Premier compartiment	Deuxième compartiment
*Titres de capital négociables		
1 - Capital minimum libéré	15 Millions DH	10 Millions DH
2 - Certification des comptes	3 Derniers exercices	3 Derniers exercices
3 - Flottant minimum	20 %	15 %
*Titres de créance négociables		
1 - Emprunt minimum	20 Millions	10 Millions
2 - Certification des Comptes	3 Derniers exercices	3 Derniers exercices

Concernant les titres de créances négociables émis ou garantis par l'Etat et ceux émis par les collectivités locales, ils ne sont assortis d'aucune condition.

1.2.1.2. La mission du CDVM.

Agissant sous la tutelle du ministère des finances, le CDVM est un établissement public qui est doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière. Les attributions qui lui sont dévolues par la loi en font une autorité de surveillance du marché (watchdog) et une structure dédiée à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières. Institué par le Dahir portant loi n° 1-93-212, le CDVM intervient, notamment, pour :

- veiller à ce que les sociétés cotées en bourse diffusent, dans les trois mois qui suivent chaque semestre de l'exercice, les informations requises portant sur le chiffre d'affaires et le bilan ;
- enquêter auprès de toute société cotée en bourse pour vérifier l'authenticité des informations communiquées ;

- viser les notices d'information publiées à l'occasion de l'émission de titres de capital ou de titres de créance ;
- donner son avis sur l'octroi ou le retrait d'agrément aux sociétés de bourse et aux OPCVM ;
- proposer des textes de loi au ministre des finances ;
- contrôler les sociétés de bourse et le OPCVM, notamment, sur le plan du respect des règles prudentielles ;
- saisir le procureur du Roi des infractions relevées ;
- demander la radiation d'une société de la cote.

Il est clair que le marché boursier a besoin, pour son développement, de la diffusion régulière et abondante d'une information sincère et suffisante. En plus de la liquidité et du rendement des titres cotés, la transparence est une condition obligatoire pour assurer le fonctionnement des marchés financiers.

En vue de renforcer cette transparence de manière à ce que les cours reflètent les performances des entreprises, le CDVM a amélioré le dispositif réglementaire en publiant trois circulaires, à savoir : la circulaire n° 05/97 relative à l'information importante, la circulaire n° 06/97 relative à l'information privilégiée et la circulaire 07/97 relative à l'information fautive ou trompeuse. La circulaire sur la manipulation des cours est, au mois de Novembre 1997, en cours d'élaboration.

L'article 18 du Dahir portant loi n° 1-93-212 exhorte les sociétés cotées à veiller à la publication des informations importantes correspondant à tous les faits saillants intervenant dans leurs situations commerciales, techniques et financières,... et pouvant avoir une influence sur les cours en bourse de leurs titres. Le manquement aux dispositions de cet article est sanctionné par une amende (article 10 de la circulaire n° 05/97).

Explicités respectivement par les circulaires n° 06/97 et n° 07/97, les articles 25 et 26 du même dahir condamnent l'exploitation de l'information privilégiée (délit d'initié) et la diffusion dans le public d'informations trompeuses en prévoyant le paiement d'amende et / ou l'emprisonnement.

Les présentes circulaires s'inscrivent dans un cadre déontologique qui a été défini par le CDVM au moyen de plusieurs codes dont les destinataires

sont les membres du conseil d'administration et le personnel de la SBVC, les sociétés de bourses, les OPCVM, les sociétés cotées et le CDVM. Ces codes déontologiques visent à imposer aux intéressés des règles de bonne conduite compatibles avec les exigences d'un marché transparent.

Sur le plan logistique, les conditions de contrôle du CDVM se sont améliorées grâce à sa connexion, via un modem, à la plate-forme électronique de la SBVC. Il est, désormais, en mesure d'accéder directement aux données détaillées sur les cours et les quantités traitées en temps réel. De ce fait, l'outil informatique permet de déceler, sur la base d'un historique détaillé, les transactions douteuses avant d'engager une enquête.

Malgré les progrès réalisés sur le plan réglementaire et sur le plan logistique, l'évolution du marché vers l'efficience se heurte à un certain nombre de contraintes. D'abord, les sociétés cotées appliquent, de façon restrictive, la loi en n'informant que deux fois par an. Ensuite, l'offre et la demande ne reflètent pas la vérité des prix en raison de la prépondérance des cessions directes. Enfin, l'essentiel de la liquidité du marché est le fait du dynamisme d'un nombre réduit de sociétés cotées (voir chapitre 4, section 1, paragraphe 2).

Il est clair que la mission du CDVM est délicate dans un contexte où la bourse des valeurs de Casablanca vit une mutation importante. D'une part, l'application stricte et rigoureuse des textes de loi ne peut que faire désertier les entreprises cotées et apeurer celles qui souhaitent accéder à la cotation. D'autre part, le déploiement de l'instrumentation juridique exige des moyens humains et financiers que le jeune conseil n'a pas. Le renforcement des effectifs et la valorisation des ressources humaines ainsi que l'augmentation des moyens financiers constituent des conditions sine qua non pour hisser ce conseil au niveau d'un véritable watchdog.

A côté de la mise en place de nouvelles autorités du marché financier, la réforme a également prévu la professionnalisation de l'intermédiation boursière.

1.2.2. La professionnalisation de l'intermédiation boursière

Depuis le 15 Mai 1995, les banques ont dû interrompre leur activité d'intermédiation boursière dont le monopole revient, désormais, aux sociétés de bourse. L'esprit du Dahir portant loi n° 1-93-211 est de marquer la séparation entre les banques commerciales et le marché financier. De ce fait, les sociétés de bourse font de l'intermédiation boursière leur activité principale en vue d'activer le processus de désintermédiation financière.

Les conditions relatives à la constitution de ces nouveaux intermédiaires traduisent la volonté du législateur de pousser le marché vers le professionnalisme. Il s'agit, principalement, des conditions suivantes :

- la société de bourse est agréée par le ministre des finances sur avis du CDVM ;
- elle doit présenter des garanties quant à la maîtrise de ses ressources techniques, financières et humaines ;
- son capital, entièrement libéré, doit être au moins égal à 1.500.000 DH .

Le critère de capital est déterminant pour circonscrire le domaine d'activité des sociétés de bourse. Selon l'article premier de l'arrêté ministériel n° 3827-94, leurs activités se limitent au démarchage, au conseil et à l'exécution des ordres des clients si le capital est inférieur à 5 millions DH. Au delà de ce capital , elles peuvent, en outre, faire de la contrepartie, la garde des titres, la gestion de portefeuille en vertu d'un mandat et participer aux opérations de placement des titres émis par des personnes morales faisant appel public à l'épargne.

Durant l'exercice de leurs activités, les sociétés de bourse sont tenues d'appliquer des règles prudentielles afin de sauvegarder leur liquidité et leur solvabilité. Ces règles font l'objet de l'article 60 du Dahir portant loi n°1-93-211 et sont explicitées par les circulaires suivantes :

- circulaire n°01/97 relative à la règle fixant les proportions entre les fonds propres minimaux des sociétés de bourse et leur capital social. Les fonds propres ne peuvent être inférieurs au montant minimum de leur capital social.

- circulaire n°02/97 relative à la règle de l'emploi des soldes créditeurs des comptes de la clientèle des sociétés de bourse en actifs liquides. Les sociétés de bourse sont tenues de placer leurs avoirs liquides dans des actifs liquides et mobilisables pour faire face à tout moment aux demandes de retrait de la clientèle.
- circulaire n°03/97 relative aux règles de division des risques des sociétés de bourse : leurs engagements doivent être proportionnels aux fonds propres nets.
- circulaire n°04/97 relative à la règle de couverture des risques des sociétés de bourse : celles-ci doivent limiter la concentration de leurs engagements sur un même émetteur.

A l'instar des banques qui appliquent des règles prudentielles pour maîtriser les risques, les sociétés de bourse doivent respecter les dispositions de ces circulaires pour une plus grande sécurité de leurs activités et de l'épargne des investisseurs.

Dans la foulée de la réglementation de l'intermédiation boursière, les sociétés de bourse se démarquent les unes par rapport aux autres en vue d'occuper des positions concurrentielles avantageuses. Au titre de l'année 1996, les performances de la bourse, en termes de volume des transactions, s'expliquent par le dynamisme d'une partie des intermédiaires qui ont réalisé l'essentiel des volumes traités. En se référant au tableau n°16, on constate que 5 sociétés de bourse ont réalisé 77,33% du volume des transactions de cette même année.

Le dynamisme des sociétés de bourse est un facteur d'accélération de l'évolution du marché financier vers l'efficience. Celle-ci est tributaire d'une double action : la première consiste à produire de l'information financière de manière à accroître la transparence et à assurer une bonne visibilité aux investisseurs à un moment où les sociétés cotées limitent au strict minimum la diffusion de l'information ; la seconde action se situe au niveau de l'atomisation de l'offre de papier et consiste à déployer des efforts de

Tableau n° 16 : Les transactions des sociétés de bourse

Année 1996

Sociétés de bourse	%
Maroc Intertitres	22,22
Attijari Intermédiation	16,30
Casablanca Finance Intermédiation	14,24
Wafa Bourse	13,19
Al Wassit	10,40
Upline securities	8,53
Sogebourse	3,72
BMCI Sécurities	3,20
Crédit du Maroc Capital	2,25
Maroc Service Intermédiation	2,09
Somacovam	2,08
ABM Amro Finance	0,94
Safa Bourse	0,82
Total	100,00

Source : SBVC .

sensibilisation pour provoquer l'ouverture du capital familial et banaliser le financement corporatif. Pour lever ces défis, l'engagement de ressources humaines hautement qualifiées est un passage obligé pour que les sociétés de bourse puissent s'adapter à la complexité croissante du marché et y détenir des parts de marchés consistantes.

Sur le plan des privatisations, les sociétés de bourse participent aux opérations de conseil, de placement et de recherche des investisseurs stratégiques et soutiennent ainsi le processus de privatisation.

Parallèlement aux efforts déployés pour professionnaliser l'intermédiation boursière, le législateur a prévu la création de structures dédiées à la mobilisation de l'épargne vers la bourse. Il s'agit des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

1.2.3. Les OPCVM, des structures dédiées à la collecte de l'épargne

Institués par le Dahir portant loi n°1-93-213, les OPCVM sont des intermédiaires financiers qui ont pour objet exclusif la gestion de portefeuille de valeurs mobilières. Ils assurent aux investisseurs, non spécialistes de la bourse, la liquidité, la sécurité et le rendement.

En canalisant l'épargne vers la bourse, ils contribuent d'une part au financement de l'économie et d'autre part à la stabilisation de l'offre et de la demande des titres face à la volatilité des capitaux spéculatifs. Les OPCVM peuvent revêtir deux formes juridiques distinctes : les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les fonds communs de placement (FCP). Le tableau n°17 présente les principales caractéristiques de ces deux formes d'OPCVM.

Une fois qu'ils sont agréés par le ministre des finances et que leur note d'information, visée par le CDVM, est publiée dans un journal d'annonces légales, les OPCVM peuvent émettre des actions ou des parts à concurrence du montant de leurs capitaux propres. La garde de leurs actifs doit être, obligatoirement, assurée par un organisme dépositaire unique et distinct de l'OPCVM. Dans le souci de sécuriser les investisseurs, les OPCVM sont soumis à des obligations de transparence. On peut citer, notamment :

Tableau n° 17 : Comparaison entre les SICAV et les FCP

OPCVM Eléments	SICAV	FCP
Statut juridique	<ul style="list-style-type: none"> - Société anonyme. - Actions nominatives. - Statuts agréés. 	<ul style="list-style-type: none"> - Copropriété de valeurs mobilières. - Certificats nominatifs. - Règlement de gestion agréé.
Fonctionnement	<ul style="list-style-type: none"> - Gère, elle-même, son portefeuille ou le confie à une société de gestion. 	<ul style="list-style-type: none"> - Le portefeuille est géré par une société de gestion.
Capital minimum	<ul style="list-style-type: none"> - 5 millions DH. 	<ul style="list-style-type: none"> - 1 million DH.
Population cible	<ul style="list-style-type: none"> - Le grand public. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un public déterminé.

- l'affichage des notes d'informations, visées par le CDVM, dans tous les établissements chargés de recueillir les souscriptions ;
- la publication périodique de la valeur liquidative ainsi que le prix de souscription et de rachat des actions ou des parts ;
- la publication d'un rapport annuel et d'un rapport semestriel. Les documents comptables figurant dans ces rapport doivent être certifiés par un commissaire aux comptes.

Sur le plan de la structure de leurs actifs, les OPCVM doivent clairement indiquer leur politique de placement dans leurs actes constitutifs en tenant compte des règles prescrites par la loi :

- la valeur des liquidités ne peut dépasser 20 % des actifs de l'OPCVM.
- le montant des valeurs mobilières émises par un même émetteur ne peut excéder 20 % des actifs de l'OPCVM. Toutefois, les valeurs qui sont émises ou garanties par l'Etat peuvent être acquises sans restriction.

Selon les politiques de placement, le CDVM a établi une classification faisant apparaître quatre types d'OPCVM à savoir les OPCVM actions, les OPCVM diversifiés, les OPCVM obligations et les OPCVM monétaires.

- 1- Les OPCVM actions : les actions doivent représenter, au moins, 60% de leur actif net ce qui veut dire que les performances de l'OPCVM sont largement liées à l'évolution du marché des actions. Cette politique de placement associe la rentabilité et le risque les plus élevés.
- 2- Les OPCVM diversifiés : ces OPCVM doivent affecter au minimum 10 % et au maximum 60 % de leur actif net aux actions. Ils cherchent à réaliser un équilibre entre les placements en obligations et en actions. Le risque et la rentabilité sont élevés.
- 3 - Les OPCVM obligations : les obligations sont prédominantes dans la composition de l'actif net où les actions sont plafonnées à 10% de la valeur totale. Les performances de cet OPCVM sont sous l'influence de l'évolution des taux d'intérêt. Le risque et la rentabilité sont inférieurs à ceux des OPCVM actions et des OPCVM diversifiés.

4- les OPCVM monétaires : adaptés au placement de trésorerie, leurs performances dépendent de l'évolution des taux pratiqués sur le marché des capitaux à court terme. La rentabilité et le risque correspondent au niveau le plus bas .

Pour favoriser leur croissance, le législateur a exonéré les OPVCM des droits d'enregistrement et de timbres sur les actes relatifs aux variations du capital et aux modifications des statuts ou des règlements de gestion, de l'impôt des patentes , de l'impôt sur les sociétés et de la participation à la solidarité nationale.

De même, il a été prévu une réduction de 50 % de la taxe sur le produit des actions (TPA) en faveur des personnes physiques résidentes au Maroc et la loi de finances 1996/1997 a consacré le principe de la transparence selon lequel les détenteurs de titres d'OPCVM sont considérés comme s'ils étaient directement propriétaires des valeurs composant le portefeuille de l'OPCVM. En vertu de ce principe, l'exonération de la taxe sur les profits nets réalisés par les personnes physiques résidentes, sur les cessions d'actions cotées en bourse, a été élargie aux actions émises par les OPCVM distribuant leur revenus.

Au 03 janvier 1997, l'actif net des OPCVM a atteint 2726 millions DH contre 885 millions au 29/03/1996 soit une augmentation de l'ordre de 208% en 9 mois. Durant cette période, l'actif net a connu une croissance continue traduisant ainsi l'intérêt réel des épargnants pour les OPCVM (Cf. tableau n°18).

Les actions constituent le premier type de placement avec 47,20% mais elles ne représentent que 1,7% de la capitalisation boursière. Le président de l'ASFIM, M Hassan BOUHEMOU, soulève la question de l'étranglement du marché financier en soulignant : «Dans l'état actuel des choses, il est évident que la part des actifs des OPCVM réservée aux actions cotées trouvera ses limites rapidement. C'est pourquoi, il est, à mon sens urgent de réagir et de prendre des mesures relatives à l'élargissement de la cote des actions ainsi que celle des obligations notamment privées et bâtir une plate-forme boursière capable d'accueillir les nouveaux arrivants dans de bonnes conditions» (11).

Tableau n°18 : Ventilation de l'actif net des OPCVM

Valeurs	DH	(Milliers DH)
Titres		%
Actions	1 286 761	47,20
Obligations d'Etat	798 463	29,29
Bons de trésor	315 882	11,59
Titres de créances négociables	201 070	7,37
Autres	124 044	4,55
Total	2 726 220	100,00

Source : ASFIM, au 03 janvier 1997.

Notons, enfin, que les OPCVM tirent le marché vers l'efficience en réclamant une information pertinente et fiable et obligent, ainsi, à une bourse transparente et crédible. Leurs interventions vont de plus en plus favoriser la liquidité du marché surtout qu'ils sont en nombre croissant (20 OPCVM au 10/01/1997). C'est une activité qui continuera à se développer du fait du risque de rétrécissement des marges qui obligent les banques à redoubler d'initiative sur les nouveaux produits financiers.

En instituant la réforme boursière, le législateur a introduit une autre innovation majeure à savoir la rénovation des systèmes de cotation et de détention des titres.

1.2.4. La rénovation des systèmes de cotation et de détention des titres

Avec la modernisation des systèmes de cotation et de détention des titres, la bourse des valeurs s'aligne sur les normes internationales en mettant en chantier les dispositions des textes de loi n°34-96 et n°35-96. Elle veut ainsi offrir un cadre de transactions transparent, liquide et sécurisant.

1.2.4.1. Le système de cotation électronique

La loi n° 34-96 instaure un marché central unique comprenant un marché de blocs en remplacement du marché officiel et du marché des cessions directes. Le marché central permet d'élargir le marché de chaque valeur cotée pour assurer aux investisseurs le maximum de liquidité. Cet élargissement s'obtient grâce à la confrontation de toutes les offres et de toutes les demandes sur un seul marché. En plus de la liquidité, le marché central assure la transparence des transactions car tous les opérateurs doivent s'adresser à un marché unique où ils sont considérés de la même façon. Enfin, la centralisation de l'offre et de la demande des titres traduit la véritable tendance du cours qui est, en fait, l'expression de la valeur anticipée de la société cotée.

Cependant, les transactions dépassant le seuil, fixé par la SBVC pour chaque valeur, doivent être traitées sur un marché de blocs où les acheteurs et les vendeurs traitent les opérations directement tout en restant subordonnés aux cours constatés au niveau du marché central.

Pour assurer un marché centralisé, la SBVC s'est équipée d'un système de cotation électronique qui fonctionnent selon deux modalités : le fixing et le continu. La première modalité consiste à confronter tous les ordres d'achats et de ventes, au début de chaque journée boursière, de manière à obtenir un prix unique pour toutes les transactions concernant la même valeur. Cette première modalité est adaptée aux valeurs qui sont peu liquides. N'étant pas adaptée aux gros ordres, il a été prévu, au niveau de cette cotation, un palliatif : le marché de blocs où sont traitées les transactions dépassant un certain seuil. Dans la cotation en continu, qui est adapté aux gros ordres et aux valeurs liquides, les ordres d'achats et de ventes sont émis tout au long de la journée boursière et sont exécutés instantanément à des cours évolutifs.

En vue de renforcer l'efficacité du marché, la loi 34-96 oblige les sociétés de bourse à respecter deux règles fondamentales. Il s'agit, d'une part, de la règle de non globalisation des ordres de la clientèle en respectant le principe « un ordre client = un ordre marché ». D'autre part, les sociétés de bourse sont tenues de respecter la règle de non compensation qui leur interdit d'apparier en interne les ordres de leur clientèle même lorsqu'ils sont compatibles entre eux.

Au 31/07/1997, seules 5 valeurs (BMCE, SAMIR, SMI, FERTIMA, et SONASID) font l'objet d'une cotation électronique. Le basculement des autres valeurs vers cette cotation est suspendu à l'approbation du règlement général par le ministre des finances.

1.2.4.2. Le système de détention des titres

Institué par la loi 35-96, le dépositaire central est une société anonyme, dénommée Maroclear. Il agit sous la tutelle du ministère des finances. Sa mission consiste à assurer la sécurité du nouveau système de détention des titres et à cesser, progressivement, les livraisons physiques de titres qui sont devenues incompatibles avec l'évolution de la masse croissante des volumes des transactions.

Grâce à son alignement sur les standards internationaux, le dépositaire central est en mesure d'assurer pour le compte de ses affiliés (émetteurs et intermédiaires financiers) la conservation des titres admis à l'inscription en compte, de faciliter leur circulation et leur administration.

Dans le nouveau régime de dématérialisation des titres, la conservation est entièrement centralisée par le dépositaire central à l'aide des comptes courants de valeurs mobilières ouverts au nom des affiliés. Ainsi, la circulation des valeurs mobilières transite par ces comptes courants au moyen d'écritures comptables. Un traitement comptable spécifique est prévu pour assurer l'administration des droits liés au titre (droit de souscription, droit d'attribution, dividende,...) grâce aux informations que l'émetteur s'engage à fournir au dépositaire central.

La dématérialisation des titres vise trois objectifs essentiels :

- le renforcement de la sécurité des transactions par l'encadrement du régime de détention des titres et par la mise en place d'un système de règlement / livraison des titres simultané ;
- la réduction des coûts et des délais par la généralisation de la circulation scripturale des titres et des droits qui leur sont attachés ;
- l'amélioration de la communication entre les sociétés et les actionnaires par l'identification des détenteurs des titres au porteur au moyen du dispositif « titre au porteur identifiable ».

En attendant le parachèvement du chantier de mise en place du dépositaire central, la SBVC a constitué, en Novembre 1996, la centrale des titres scripturaux (CTS) en vue d'amorcer le processus de dématérialisation des titres. Dans un premier temps, la dématérialisation a concerné les valeurs suivantes : SAMIR, la SONASID, FERTIMA, BMCE, MAROC LEASING, SMI et FINANCIERE DIWAN. Etant donné le retard de démarrage du dépositaire central, d'autres valeurs doivent être dématérialisées par la CTS : CIOR, ONA, SNI, GTM, et CTM/LN.

Le démarrage des systèmes de cotation et de détention des titres s'impose dans les meilleurs délais. En effet, les investisseurs étrangers apprécient l'investissement dans les pays s'alignant sur les normes internationales recommandées par l'OCDE. Les questions du dépositaire central et du marché de blocs sont donc urgentes à régler.

La réforme boursière a permis la mise en place du cadre juridique d'un marché financier moderne et efficient. Pratiquement, c'est un marché qui reste encore en phase de chantier en ce sens que les actions à entreprendre sont considérables, sur tous les plans.

Tout d'abord, le CDVM a besoin de moyens humains et financiers en vue de s'affirmer comme un véritable watchdog. Ensuite, les sociétés de bourse doivent provoquer des introductions en bourse de sociétés privées de manière à répondre aux exigences d'un marché fortement demandeur en papier. Enfin, le système de cotation électronique et le dépositaire central doivent être très vite opérationnels dès que possible pour s'aligner sur les normes internationales.

Conclusion du chapitre 1

Durant la période antérieure à la réforme boursière, la BVC était un club réservé à quelques initiés. Primo, le marché se caractérisait par l'étroitesse en raison de la faiblesse de la capitalisation boursière rapportée au PIB (7% en 1992). Secundo, c'était un marché peu liquide du fait de l'inexistence de flottant. La faiblesse des indicateurs boursiers trouvait son origine dans la passivité de l'intermédiation boursière, le caractère familial des entreprises marocaines et le désintéressement des investisseurs qui privilégiaient des placements concurrents, notamment l'immobilier.

Pour accompagner le processus de privatisation, la BVC a connu la refonte de ses structures grâce à la promulgation des textes du 21 Septembre 1993 qui ont été complétés par la loi n°34-96 et la loi n°35-96. La finalité de cette réforme est de faire tendre le marché financier vers l'efficience. A vrai dire, la place boursière casablancaise ne fait que ses premiers pas pour relever ce défi.

Deux facteurs principaux interviennent pour expliquer le déficit actuel constaté sur le plan de l'efficience du marché financier :

- la faible culture boursière fait que les sociétés cotées se limitent au strict minimum en matière de diffusion de l'information ce qui ne sert pas la transparence du marché. Il en résulte, aussi, une certaine réticence des entreprises cotables à accéder à la cotation.
- en attendant l'approbation du règlement général de la bourse, le marché des cessions directes continue à fonctionner faussant, ainsi, le jeu de la vérité des cours boursiers.

Dans ce contexte, les sociétés de bourse tirent le marché vers l'efficience en produisant et en diffusant de l'information sur les sociétés cotés. De leur côté, les OPCVM réclament de l'information et cherchent à fructifier leur portefeuille contribuant ainsi à la transparence et à la liquidité du marché.

Il faut dire, aussi, que la modernisation de la bourse est entravée par le retard causé par l'entrée en service du dépositaire central à un moment où l'ancien régime de conservation des titres atteint un seuil critique dans les

départements titres des banques commerciales. Ajoutons à cela que l'insuffisance des ressources humaines et financières du CDVM ne lui permettent pas d'assurer une couverture suffisante du marché.

Pour conclure, il s'agit d'une situation conjoncturelle où les uns et les autres s'imprègnent progressivement d'une nouvelle culture financière où la transparence est une valeur déterminante.

Dans le chapitre suivant, nous allons mettre l'accent sur la fonction de la bourse des valeurs de Casablanca dans le processus de privatisation.

Bibliographie du chapitre 1

- (1) M. EL ABDAIMI ; MAROC : Pays émergent?, Edition Berepie, Marrakech, 1994, page 106.
- (2) G. DEFOSSE et P. BALLEY ; La bourse des valeurs, Presses Universitaires de France, Paris, 1994, page 3.
- 3) B. SOLNIK ; International investments, Addison Wesley Publishing Company, Wokingham, 1988.
- (4) R. BELKAHIA ; Les entreprises et la bourse, thèse de Doctorat d'Etat, Université HASSAN II, Casablanca, 1994, page 207.
- (5) Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières ; Rapport annuel, Rabat, 1995, page 16.
- (6) M. EL ABDAIMI ; op.cit. page 143.
- (7) BMCE ; Le marché boursier au Maroc, in Revue d'Information, Août, 1996, page 16.
- (8) R. BELKAHIA ; La bourse des valeurs de Casablanca ; support des opérations de privatisation?, in Revue Marocaine de Droit et d'Economie du Développement n°20, 1989, page 169.
- (9) O. BENJELLOUNE ; Il faut passer à une économie de financement, in La Vie Economique, 24 Septembre 1995, page 57.
- (10) R. COBBAUT ; Théorie financière, Economica, Paris, 1987, page 193.
- (11) H. BOUHEMOU ; les OPCVM ont démontré leur formidable capacité de collecte de l'épargne, in La Nouvelle Tribune, 02 janvier 1997, page 28.

CHAPITRE 2 : LA FONCTION DE LA BOURSE DES VALEURS DANS LE PROCESSUS DE PRIVATISATION

2.1. LA BOURSE : UN MODE DE CESSION MINORITAIRE

2.2. L'APPORT ECONOMIQUE ET CULTUREL DE LA BOURSE

La mondialisation de la privatisation a entraîné une diversité de stratégies que les pouvoirs publics s'attachent à mettre en oeuvre à travers des schémas de transfert correspondant à des objectifs bien déterminés. Dans ce sens, la privatisation est non seulement un transfert de propriété, mais aussi « un processus visant à introduire des changements, voire des bouleversements, au niveau des sous systèmes économique, social et politique compte tenu des objectifs globaux que l'Etat s'est assigné dans le cadre de sa politique de désengagement et des implications d'un tel processus » (1).

Selon les stratégies de privatisation, les moyens déployés sont différents :

- dans les sociétés capitalistes avancées, la disponibilité et le faible coût des actions des entreprises privatisables servent à développer un capitalisme populaire et à réduire les antagonismes entre les classes sociales ;
- dans les pays d'Europe de l'Est, la distribution gratuite ou à crédit des actions des entreprises privatisables vise à susciter un soutien populaire à l'orientation des structures économiques vers l'économie de marché ;
- dans les pays en voie de développement, le transfert des entreprises privatisables vise la modernisation de l'économie par l'implication des certaines couches sociales ciblées à l'avance.

Dans le schéma marocain de transfert des entreprises privatisables, la BVC est un mode de cession minoritaire (section 1) qui se distingue par un apport dont la connotation est à la fois économique et culturelle (section 2).

2.1. la bourse : un mode de cession minoritaire

Dans son article 4, la loi n° 39 - 89, autorisant le transfert des entreprises publiques au secteur privé, prévoit deux modes de cession : la cession hors marché financier et la cession par le marché financier. Le premier mode de cession se compose de deux techniques à savoir l'appel d'offre et l'attribution directe. Ces deux techniques sont destinées à mettre en place des investisseurs stratégiques au sein des entreprises privatisées de manière à en assurer la pérennité. Par opposition au premier mode, la cession par le marché financier permet de disperser une partie du capital cédé par l'Etat, auprès des petits porteurs.

Au 1er Octobre 1996, la ventilation des recettes cumulées des privatisations a révélé la prédominance des cessions réalisées hors marché financier avec 39,20% en appel d'offres et 26,60% en attribution directe, soit un total de 65,80% (2). Par conséquent, la cession par le marché financier (paragraphe 1) n'a représenté que 34,20% des recettes réalisées dans le cadre du processus de privatisation. Ce schéma de transfert est, en fait, le reflet du choix des pouvoirs publics, lequel choix tire ses principes, essentiellement, de l'expérience française en matière de privatisation par le marché financier (paragraphe 2).

2.1.1. La cession par offre publique de vente

Le législateur prévoit (décret n° 2-90-402) l'offre publique de vente (OPV) comme l'une des modalités de transfert des entreprises privatisables. Elle « implique la vente de tous les titres réservés à l'introduction en une seule fois et à un prix unique, publié à l'avance. Les acheteurs éventuels sont assurés d'être tous servis au même cours qu'ils connaissent, et non à un ou plusieurs cours, échelonnés dans le temps et non exactement prévisibles. Ils risquent, en revanche, de subir la réduction de leurs demandes, selon un pourcentage uniforme appliqué à l'ensemble des acheteurs » (3).

Grâce à sa plate forme-électronique, la SBVC est désormais en mesure de consolider tous les ordres d'achat qui lui sont adressés par les sociétés de bourse sous forme de bordereaux de souscription. L'exploitation des informations consignées dans ces bordereaux revêt une importance capitale dans la mesure où elle conditionne l'attribution de la partie du capital cédée par l'Etat. A ce stade de déroulement de l'OPV, on tient compte de la nature des ordres émis par les souscripteurs en distinguant deux types d'ordres :

- les ordres prioritaires : ce sont les ordres qui sont émis par les détenteurs des bons de privatisation (BDP). Les personnes physiques sont servies dans la limite de 1000 bons par porteur et les personnes morales dans la limite de 50.000 bons par porteur sans pour autant dépasser 1% du capital de la société privatisée (4).
- les ordres normaux : ils sont émis par les personnes physiques ou morales qui souscrivent en espèces dans le but d'être servies selon un système de quotas.

Après les opérations de centralisation et de dépouillement des souscriptions, la SBVC procède à l'attribution des titres aux souscripteurs. Les ordres prioritaires sont servis en premier lieu. Le reliquat est alloué, le cas échéant, aux souscripteurs en espèces en appliquant un coefficient de réduction proportionnelle à leurs demandes de manière à satisfaire toutes les souscriptions.

L'OPV se caractérise par la simplicité, la transparence et la souplesse. La simplicité en raison de l'unicité du prix de cession des titres, la transparence eu égard à la clarté de la procédure, la souplesse dans la mesure où elle autorise des traitements discriminatoires entre les différents souscripteurs en fonction des priorités accordées.

La SBVC assure donc grâce aux moyens informatiques la centralisation et le dépouillement des souscriptions ainsi que l'attribution de titres qui en résulte. De cette façon, elle contribue à la réalisation de l'un des objectifs du processus de privatisation à savoir l'élargissement de la base de l'actionnariat populaire. En effet, l'OPV permet de diluer la participation de l'Etat dans les entreprises privatisables auprès des petits porteurs grâce à la fixation d'un quota par souscripteur.

2.1.2. L'influence des expériences française et anglaise

Les pouvoirs publics marocains ont opté ouvertement pour la solution adoptée par l'école française en matière de privatisation par le marché financier. Selon cette école, la majorité du capital de l'entreprise privatisable est cédée, dans un premier temps, à l'investisseur stratégique qui présente un projet viable de politique générale sur le moyen et le long terme. L'objectif recherché consiste à améliorer la visibilité de l'actionnariat minoritaire potentiel sur les horizons probables de l'entreprise. Dans un deuxième temps, une OPV est lancée auprès des actionnaires minoritaires qui peuvent, à ce moment là, prendre leur décision en toute transparence. Il est clair que le but recherché, à travers cette formule de privatisation, est d'assurer la protection de l'épargne investie en bourse. Par conséquent, le marché financier ne peut être qu'un mode de cession minoritaire.

Dans la pratique marocaine, cette démarche a été utilisée dans le cas de la SOFAC, la CIOR, GTM et EQDOM où la composition des noyaux durs

était connue avant le lancement des appels publics à l'épargne. Dans le cas de la SNI, la BMCE, la SAMIR, la SONASID et FERTIMA, le ministère de la privatisation a procédé autrement en faisant le mixage entre l'approche de l'école française et celle de l'école anglaise.

D'après cette deuxième école, la formation du noyau dur est générée, de façon naturelle, par le marché boursier grâce aux opérations de ramassage opérées par les investisseurs stratégiques potentiels. Pour assurer l'émergence progressive de ces investisseurs, l'essentiel ou la totalité du capital de la société privatisable est cédé en bourse. Sachant, à l'avance, que le comportement des petits porteurs est du type spéculatif, les titres finissent, à la longue, par s'accumuler entre les mains des futurs propriétaires de la société en question. Dans ce cas de figure, l'actionnaire minoritaire acquiert les titres sans connaître, au moment du lancement de l'appel public à l'épargne, le noyau dur privé qui prendra en charge la continuité de la gestion et assurera la pérennité de la société. Par opposition à l'école française, l'école anglaise privilégie la cession par le marché financier par la mise de la majorité voire de l'intégralité du capital de la société privatisable en bourse.

Le mixage des approches des deux écoles se traduit, dans le contexte marocain, par :

- la détermination, à l'avance, de la part du capital revenant au noyau dur (école française).
- l'absence du noyau dur privé au moment du lancement de l'appel public à l'épargne (école anglaise).

L'approche marocaine s'apparente beaucoup plus à l'école française qu'à l'école anglaise si l'on retient comme critère la prédominance de la part du capital cédée à l'investisseur stratégique. Comme l'indique le tableau n°19, les cessions par le marché financier ont varié entre 14,01% et 35% du capital cédé par l'Etat. Notons, à cet égard, que la privatisation de la CTM/LN constitue une exception dans la mesure où la cession par le marché financier a été privilégiée par rapport aux autres modes de cession. Dans le cas de cette société, la part de l'Etat cédée en bourse s'est élevée à 58,46%.

Tableau n° 19 : Modes de cession des sociétés privatisées par OPV

(Pourcentage)

Sociétés	Modes	Marché financier	Appel d'offres	Attribution directe
CTM/ILN		58,46	35,00	2,60
CIOR		34,00	-	52,22
SOFAC		18,37	-	35,81
SNI		15,63	51,00	-
BMCE		14,01	26,00	3,00
GTM		20,00	-	2,21
EQDOM		18,00	-	1,54
SAMIR		30,00	60,93	1,11
SONASID		35,00	-	-
FERTIMA		30,00	-	-

Source : ministère de la privatisation.

Si l'approche française a l'avantage d'intégrer la vision à long terme et la stabilité des relations sociales, l'approche anglaise privilégie la sanction par le marché financier où la baisse du cours peut impliquer un remplacement des gestionnaires de l'entreprise.

2.2. L'apport économique et culturel de la bourse

Quoique la cession par le marché financier ait un caractère minoritaire par rapport à la cession hors marché financier, l'apport de la bourse au processus de privatisation revêt une importance capitale. Il est à la fois économique et culturel.

Sur le plan économique, la cotation des bons de privatisation (BDP) sur le marché officiel permet de refléter l'opinion des différents opérateurs en bourse sur le déroulement des privatisations par le marché financier. La bourse sanctionne, de cette façon, la manière avec laquelle est géré le dossier des privatisations.

Sur le plan culturel, la bourse a permis la banalisation du processus de privatisation ainsi que son repositionnement dans l'esprit des citoyens d'une manière ouverte et positive. En fait, ses apports économique et culturel se traduisent, respectivement, par le fait qu'elle joue le rôle de baromètre du processus de privatisation (paragraphe1) et qu'elle sert de moyen pour sa légitimation (paragraphe2).

2.2.1. La bourse, baromètre du processus de privatisation

Le BDP a été institué par l'arrêté ministériel n°3025-95 du 02 Janvier 1996. En tant qu'instrument financier nouveau, cette nouvelle valeur mobilière répond à des objectifs qui sont destinés à satisfaire la disponibilité de l'épargne, la liquidité de la bourse et la politique budgétaire de l'Etat. A ce propos, le ministre de la privatisations, M. Abderrahmane SAAIDI, précise : « Il faut se mettre à la place des gens, il y a de quoi être frustré. Cela risque de distendre ce lien très fort qui s'est créé entre le public et la politique de privatisation. Les bons permettent, donc, d'entretenir et d'enrichir ce lien, d'animer en permanence la bourse et de réduire la pression des calendriers budgétaires sur la politique de privatisation... » (5).

Avec un nominal de 1000 dirhams, le BDP permet à son détenteur de le convertir en actions de toute société privatisable par OPV. Il est assorti d'un droit de priorité de premier ordre par rapport aux BDP des émissions postérieurs et par rapport aux souscriptions faites en espèces.

Au cours de l'année 1996, le Trésor a procédé à deux émissions BDP1 et BDP2, qui ont porté, respectivement, sur 1,5 milliards et un milliard de dirhams. Leur cotation a lieu, exclusivement, au niveau du marché officiel où les cours sont la résultante de la confrontation entre l'offre et la demande. Ainsi, la transparence des transactions dégage la tendance naturelle des cours qui n'est, en fait, que le reflet du jugement du marché.

Le cours des BDP dépend du niveau de visibilité du processus de privatisation. En cas de manque de visibilité, il est normal qu'ils soient relégués à un second rang par rapport à d'autres titres et que leurs cours aient tendance à la stagnation ou à la baisse. Par contre, l'approche d'une opération de privatisation par le marché financier génère la progression des cours en raison de la reprise de la demande. La montée des cours est ressentie de façon plus marquée au niveau des BDP1 qui sont assortis d'un droit de priorité absolue sur toutes les autres formes de souscription.

La représentativité des cours et l'égalité d'accès des investisseurs au marché secondaire traduisent la transparence de la cotation des BDP dont les cours obéissent au libre jeu de l'offre et de la demande. De ce fait, la bourse des valeurs est, à juste titre, un baromètre du processus de privatisation. La cotation en bourse des BDP est un outil intéressant dans la mesure où elle exprime la position des intervenants sur le marché vis-à-vis des privatisations par le marché financier.

2.2.2. La bourse, moyen de légitimation du processus de privatisation

La sauvegarde de l'emploi et le développement de l'actionnariat populaire sont les deux objectifs sociaux du processus de privatisation. Ils traduisent l'ambition du législateur à consacrer une participation populaire au partage d'un patrimoine national collectif.

Dans son article 5, la loi n°39-89 met en exergue l'accès de nouvelles catégories sociales à la propriété des entreprises privatisables et la lutte contre l'accaparement. A cet effet, la bourse des valeurs constitue un instrument privilégié pour une double raison (6) :

- la vente des actions par le canal boursier offre l'opportunité d'élargir la base de l'actionnariat des privatisables.
- la bourse assure la démocratisation de l'opération de cession des actions en donnant un accès dans les mêmes conditions à l'ensemble des petits épargnants.

Des campagnes de communication aidant (télévision, presse écrite,...), la bourse des valeurs a popularisé le processus de privatisation dans les milieux populaires grâce au succès des OPV des entreprises privatisables qui ont permis aux petits porteurs de réaliser des plus-values intéressantes. Progressivement, le concept « privatisation » est devenu familier dans le langage de tous les jours alors qu'il n'a pas pu être utilisé dans les textes de loi où le législateur se limite au vocable « transfert ». La privatisation ne suscite plus de crainte ce qui est, en soi, est un grand acquis.

Au regard des résultats réalisés, les OPV constituent un indéniable succès ainsi qu'en témoigne, en particulier, la valeur des taux de souscription qui varie, dans la plupart des cas, entre 3,46% et 9,41%. Le taux de souscription moyen est de l'ordre de 3,36% ce qui démontre l'existence d'un gisement considérable d'épargne et la disposition des épargnants à investir en valeurs mobilières (Cf. tableau n°20).

La mobilisation de l'opinion publique et le changement favorable des mentalités reposent sur un discours de légitimation qui prend une nouvelle dimension. Jean-Philippe BRAS explique cette mutation des valeurs de légitimation de la façon suivante : « On connaît la propension à construire ces registres sur le mode de trilogie, ce que ne dément pas le discours sur la privatisation. Mais ce qu'il faut relever ici, c'est la teneur de cette trilogie, la Nation-l'Etat-l'Entreprise, qui signifie un déplacement des valeurs nationales vers l'entreprise » (7). En tant que vecteur de modernité, la bourse des valeurs contribue à la légitimation du processus de privatisation en se prévalant comme un mode privilégié qui offre à un large public la chance d'accéder à la propriété d'entreprise.

Tableau n° 20 : Taux de souscription des OPV

Indicateurs	Nombre d'actions offertes (1)	Nombres d'actions demandées (2)	Taux de souscription (2)/(1)
OPV			
CTM / LN (tranche n° 1)	377 224	1 540 447	4,57
CTM / LN (tranche n° 2)	174 100	448 138	2,57
CIOR	715 700	5 505 613	7,69
SOFAC	137 775	541 500	3,93
SNI	1203 678	7 456 924	6,20
BMCE	1401 000	8 533 127	6,09
GTM	126 000	1 185 600	9,41
EQDOM	200 000	691 168	3,46
SAMIR	6192 450	10 975 751	2,13
SONASID	1365 000	2 335 041	1,64
FERTIMA	690 000	3 077 567	4,46
Totaux	12 582 927	42 290 876	Moyenne = 3,36

Source : ministère de la privatisation.

Conclusion du chapitre 2

Le schéma marocain de transfert des entreprises privatisées par OPV trouve son origine dans les principes de l'école française. Selon celle-ci, l'actionnariat minoritaire ne peut être impliqué dans une opération de privatisation qu'une fois l'investisseur stratégique privé mis en place. Cependant, dans le cas marocain, des dérogations ont eu lieu puisque l'actionnaire minoritaire a acquis des titres en bourse avant que l'investisseur stratégique ne soit connu (FERTIMA, SONASID, SAMIR, BMCE et SNI). Ces dérogations sont le reflet des principes de l'école anglaise qui ne prévoient pas de noyau dur au moment du lancement de l'opération de privatisation par le marché financier.

En tout état de cause, la bourse des valeurs demeure un canal de cession minoritaire puisque la part majoritaire du capital cédé par l'Etat est réservée à l'investisseur stratégique qui s'engage à assurer la pérennité de l'entreprise privatisée. L'impact sur le développement de la bourse est, de ce fait, limité. C'est le choix des principes de l'école française qui prédomine dans les privatisations par le marché financier.

En matière de privatisation, la bourse joue un rôle à la fois économique et culturel. D'une part, la cotation des BDP permet de sanctionner la qualité de gestion du processus de privatisation. En effet, la tendance de la demande des BDR renseigne sur l'opinion des opérateurs en bourse sur ce processus. D'autre part, elle joue un rôle culturel en ouvrant des perspectives de développement d'un actionnariat populaire. Elle est, de ce fait, un instrument de légitimation des privatisations qui offrent au citoyen marocain la possibilité d'accéder à la propriété d'entreprise.

Bibliographie du chapitre 2

- (1) H. EL BASRI, A. JMAMOU ; B. KOUCHAM ; Le désengagement de l'Etat des entreprises publiques, Casablanca, mémoire du Cycle Supérieur de Gestion, ISCAE, 1993, page 58.
- (2) Ministère de la Privatisation Chargé des Entreprises d'Etat, Guide des privatisations au Maroc, Rabat, 01 Octobre 1996, page 8.
- (3) G. DEFOSSE et P. BALLEY ; La bourse des valeurs, Paris, Presses Universitaires de France, 1994, page 46.
- (4) Ministère des Finances et des Investissements Extérieurs et Ministère de la Privatisation Chargé des Entreprises d'Etat ; Notice d'information de la deuxième émission des bons de privatisation, Rabat, Mai 1996, page 17.
- (5) A. SAAIDI ; Les bons de privatisation : Une passerelle vers les actions, in l'Economiste, 23 Novembre 1995, page 42.
- (6) A. BOUACHIK ; Les privatisations au Maroc, Rabat, Morocco Printing Publishing Co, 1993, page 121.
- (7) J.P. BRAS ; Stratégies de privatisation, Casablanca, Les Editions Toubkal, 1995, page 200.

Conclusion de la première partie

Après une période caractérisée par la léthargie et la marginalité, la bourse des valeurs est réhabilitée en tant qu'instrument de financement grâce à la réforme boursière initiée à partir de fin 1993. Il est clair que cette réforme vise à faire évoluer le marché boursier vers l'efficacité de manière à y assurer la transparence, la liquidité et le rendement. Mais, à vrai dire, l'efficacité est encore balbutiante voire fragile en raison de l'existence du marché des cessions directes et de l'insuffisance de la culture boursière des entreprises marocaines.

Pour lever cet handicap, les sociétés de bourse et les OPCVM tire le marché vers l'efficacité afin de stimuler l'offre et la demande de capitaux dans un marché naissant. De surcroît, le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières ne peut remplir, pleinement, ses fonctions que si ses ressources humaines et financières sont renforcées. L'alignement sur les standards internationaux exige, aussi, le démarrage dans les meilleurs délais du système de cotation électronique et du dépositaire central.

Malgré ces insuffisances, la bourse des valeurs accompagne, d'une façon que l'on peut qualifier de satisfaisante, le processus de privatisation. Sa fonction dans ce processus revêt un double intérêt : l'une est d'ordre économique et l'autre est d'ordre culturel.

Pour ce qui est de son rôle économique, elle joue le rôle de baromètre du processus de privatisation et ce à travers la cotation des BDP. Sur le plan culturel, elle a pu populariser ce processus et valoriser l'accès à la propriété d'entreprise.

Dans la deuxième partie de ce travail, nous allons examiner l'autre sens de la causalité. En effet, si la bourse des valeurs est considérée comme étant un support du processus de privatisation, celui-ci joue le rôle de catalyseur de la réforme boursière.

DEUXIEME PARTIE

LE PROCESSUS DE PRIVATISATION, CATALYSEUR DE LA BOURSE DES VALEURS

CHAPITRE 3 : LA REGULARITE DU DEROULEMENT DES PRIVATISATIONS PAR LE MARCHE FINANCIER

CHAPITRE 4 : L'IMPACT DU PROCESSUS DE PRIVATISATION SUR LE MARCHE DES ACTIONS

Au moment du lancement de l'OPV de la CTM/LN en 1993, il n'y avait que l'embryon d'un marché financier. L'offre de papier était très insuffisante alors que les épargnants étaient à la recherche d'un mode de placement rémunérateur.

En vue d'impliquer l'épargne dans les activités productives de l'économie, les textes de loi du 21 Septembre 1993 ont été promulgués et furent complétés par la loi n°34-96 et la loi n°35-96. Mais, il est évident qu'un marché financier ne se décrète pas. Pour mettre en branle cet arsenal juridique, l'Etat dope le marché financier par l'introduction en bourse ou par l'accroissement du flottant des entreprises privatisées. Le processus de privatisation joue, ainsi, le rôle de catalyseur de la réforme boursière.

Les privatisations par le marché financier constituent une opportunité précieuse destinée à initier le mouvement de réhabilitation de la bourse de Casablanca en tant qu'instrument de modernisation de l'économie marocaine. De par leur succès, elles représentent une expérience riche en enseignements en ce sens qu'elles donnent l'exemple aux entreprises privées pour venir s'introduire en bourse et lever, par voie de conséquence, les capitaux nécessaires à leur développement.

Cette expérience peut être évaluée en termes de régularité du déroulement des privatisations par le marché financier (chapitre 3) et à travers l'impact de ces privatisations sur le marché des actions de la bourse de Casablanca (chapitre 4).

CHAPITRE 3 : LA REGULARITE DU DEROULEMENT DES PRIVATISATIONS PAR LE MARCHE FINANCIER

3.1. LES CONTRAINTES LIEES A L'AUDIT ET A L'EVALUATION

3.2. LES CONTRAINTES LIEES AU TRANSFERT

Selon le texte initial de la loi n°39-89 sur la privatisation, toutes les entreprises privatisables devaient être transférées au secteur privé dans un délai ne dépassant pas le 31 décembre 1995. Mais il s'est avéré qu'un tel objectif était irréalisable, ce qui a conduit à l'amendement de la dite loi par la fixation d'une nouvelle date, à savoir : le 31 décembre 1998. Cet amendement était tout à fait nécessaire car les privatisations se déroulaient à un rythme inférieur au rythme prévu initialement. Dans sa phase initiale, le processus de privatisation a porté sur des entreprises qui évoluent dans des secteurs concurrentiels. Il s'agit de la CTM/LN, la CIOR, la SOFAC, la BMCE, GENERAL TIRE, SNI et CREDIT EQDOM. Ensuite, le processus a fait un saut qualitatif en s'attaquant à des entreprises d'Etat qui se situent dans des secteurs de monopole ou de quasi monopole. Ce saut qualitatif a été annoncé avec l'engagement des opérations de privatisation de la SAMIR, de la SONASID et de FERTIMA.

En termes de régularité dans le temps, le tableau n°21 présente le décalage, en nombre de mois, entre les privatisations par le marché financier. Il ressort de ce tableau que la bourse des valeurs a été fournie en papier selon un rythme plus ou moins régulier ainsi qu'en témoigne la variation des périodes de décalage entre un et six mois. Le peak a été atteint avec l'introduction en bourse de la SAMIR qui a été annexée à la liste des privatisables par l'amendement de la loi n°39-89. N'étant pas prévue dès le départ, sa mise en bourse s'est faite après une attente de 9 mois. En général, le processus de privatisation a connu une évolution en dents de scie caractérisée par des périodes de privatisation assez rapprochées et des périodes creuses.

Le déroulement du processus de privatisation est affecté par des contraintes qui sont liées d'une part à l'audit et à l'évaluation (Section 1) et d'autre part au transfert des entreprises privatisables par le marché financier (section 2).

3.1. Les contraintes liées à l'audit et à l'évaluation

Après avoir choisi l'entreprise à privatiser, le ministre de la privatisation organise l'audit et l'évaluation conformément aux normes et aux pratiques internationales en faisant appel à des bureaux d'étude de renommée mondiale tels que Price Waterhouse, ACL Audit, KPMG Audit, Ernst and Young, Coopers and Lybrand,....

Tableau n° 21 : Décalage entre les privatisations par le marché financier

(Mois)

OPV	Date	Décalage avec la dernière privatisation
CTM/LN (Tranche 1)	03 Juin 1993	-
CIOR	21 Décembre 1993	6,70
SOFAC	05 Avril 1994	3,50
CTM/LN (Tranche 2)	05 Octobre 1994	6,10
SNI	01 Novembre 1994	0,90
BMCE	24 Janvier 1995	2,80
GENERAL TIRE	15 Février 1995	0,80
CREDIT EQDOM	27 Juin 1995	4,40
SAMIR	18 Mars 1996	8,90
SONASID	02 Juillet 1996	3,60
FERTIMA	28 Octobre 1996	4,00

Il est connu que le ministère de la privatisation souffre de l'étroitesse de son budget et dépend, pour le financement des travaux d'audit et d'évaluation, des dons accordés par des organisations internationales et par des pays étrangers. A ce sujet, le ministre de la privatisation, M. Abderrahmane SAAIDI, précise : « Nous avons travaillé relativement vite mais le problème c'est que les ressources s'épuisent. L'USAID a des problèmes internes. Cet organisme remet en cause le principe même de l'assistance aux pays en voie de développement. Le don dont nous avons bénéficié au départ s'épuise » (1). Les travaux d'audit (paragraphe 1) et les travaux d'évaluation (paragraphe 2) ont un effet direct sur le déroulement du processus de privatisation.

3.1.1. L'audit et la planification des privatisations

L'audit peut revêtir un double sens :

- « - L'audit vise à émettre un jugement par rapport à des normes : ce jugement peut porter sur une information, une procédure, un système, une politique ou un résultat et peut apprécier la qualité, la fiabilité, l'efficacité, la conformité, l'économie, l'efficience ou la pertinence par référence à des critères d'évaluation généralement admis ;
- L'audit est une démarche professionnelle : en effet, l'audit est généralement considéré comme un procédé de recherche de preuves à travers la mise en oeuvre objective et rigoureuse, par un professionnel compétent et indépendant, d'un ensemble de techniques en vue d'étayer un jugement » (2) .

L'audit d'une entreprise doit établir les bases d'une évaluation saine, ce qui est délicat, et plus particulièrement, dans le cas des entreprises privatisables qui n'avaient pas pour habitude de rendre des comptes à un conseil d'administration. Les méthodes de gestion privée n'étant pas la règle pendant plusieurs années, il est difficile d'établir un audit total englobant un audit financier portant sur la qualité de l'information comptable et financière et un audit opérationnel portant sur la qualité du management .

Il est clair que la systématisation de la pratique de l'audit dans les entreprises privatisables est à l'origine d'un changement dans la culture de l'entreprise publique dans un contexte où « le nouvel environnement des affaires, la globalisation et les mutations rapides imposent aux dirigeants des règles de gestion, de comportement et d'information très rigoureuses » (3).

En matière de planification, les responsables du ministère de la privatisation affirment qu'ils ont des difficultés à respecter les délais de finalisation des opérations de privatisation à cause, notamment, des problèmes liés à l'audit. Ils estiment que c'est une activité qui leur a toujours pris beaucoup de temps en mettant l'accent sur les considérations suivantes :

- l'audit doit être exhaustif ce qui est d'autant plus contraignant que l'entreprise est grande.
- l'audit doit couvrir les trois derniers exercices immédiatement précédents la date de cession de l'entreprise auditée. Tout retard intervenu dans la cession de l'entreprise auditée implique l'actualisation des travaux d'audit de manière à ce que le rapport d'audit soit actuel et conforme aux faits du moment. Ce fut notamment le cas de la Banque Centrale Populaire (BCP) et de FERTIMA où les auditeurs sont revenus pour actualiser les rapports qui étaient supposés être bouclés.

La situation se complique sérieusement si l'auditeur vient à émettre des réserves majeures sur l'entreprise à auditer. Dans ce cas de figure, il ne peut y avoir ni évaluation ni cession, à moins que la situation ne soit débloquée. A titre d'exemple, des réserves ont été émises par KPMG Audit-Maroc sur les états financiers de la SAMIR :

«Nous avons audité les états financiers de la SAMIR arrêtés au 31 Décembre 1994 et avons émis un rapport à cet effet le 11 Juillet 1995. Les réserves contenues dans ce rapport sont relatives :

- aux montants à recevoir de l'administration des douanes et ceux dus à la Caisse de Compensation au 31 Décembre 1994 ;
- à la provision pour dépréciation des stocks de consommables constituée à la fin 1994 ;
- au risque fiscal lié aux exercices non contrôlés et non prescrits.

Nous avons pris connaissance des mesures adoptées par la SAMIR en matière d'estimation des provisions pour dépréciation des stocks et des décisions prises le 28 Février 1996 par la commission interministérielle concernée, relative à régularisation du solde dû à la Caisse de Compensation.

Au vu de ces mesures, les réserves émises dans notre rapport d'audit des comptes de la SAMIR au 31/12/1994 sont levées en ce qui concerne les soldes de la Caisse de Compensation et de l'administration des douanes ainsi que la provision pour dépréciation des stocks » (4).

La valeur de l'entreprise auditée n'est pas préjugée par l'auditeur mais il lui est demandé de fournir une appréciation assez poussée. S'il n'évalue pas pour donner une valeur, il peut, par exemple, affirmer que le portefeuille des valeurs mobilières peut être considéré comme une réserve étant donné l'évolution favorable des cours sur le marché boursier. Le rôle de l'évaluateur consiste alors à chiffrer les éléments identifiés par l'auditeur. C'est pourquoi le rapport d'audit constitue le document de base pour se prononcer sur la valeur de l'entreprise.

3.1.2. L'évaluation du cours d'introduction

S'agissant de l'évaluation des entreprises privatisables, l'article premier du décret n°2-90-402 le prévoit d'une façon impérative en stipulant que : « Préalablement à leur transfert, les participations et les établissements visés à l'article premier de la loi n° 39-89 font l'objet d'une évaluation.... ». Le même article précise que l'évaluation doit tenir compte de « la valeur des actifs, la valeur substantielle, les bénéfices réalisés, la valeur boursière des actions, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir ».

A l'aide de toute la panoplie des méthodes d'évaluation, l'évaluateur cherche à établir la valeur de l'entreprise en émettant des hypothèses. Selon que l'entreprise est dans un secteur monopolistique ou dans un secteur concurrentiel, l'effet est direct sur le chiffre d'affaires, la production, le financement, l'investissement, ...

En règle générale, la valeur patrimoniale correspond à la valeur minimale qui n'est en fait que la traduction de la valeur du patrimoine de l'entreprise à la date actuelle (terrains, bâtiments, valeurs mobilières, ...). Cette valeur minimale est ensuite améliorée par les autres méthodes d'évaluation. L'évaluateur aboutit alors à une fourchette de valeurs avec deux extrémités : un minimum et un maximum.

En cas de doute, le ministère de la privatisation a la faculté de demander une évaluation supplémentaire pour s'assurer que l'évaluateur initial n'a pas commis d'anomalies. La démarche adoptée a été appliquée au cas par cas, ce qui est de nature à assurer « sa flexibilité et son pragmatisme, sans doute pour tenir compte de la variété des cas de cession envisagés » (5). Une fois que les travaux d'audit et d'évaluation sont achevés, les rapports y afférents sont transmis à l'organisme d'évaluation qui fixe le prix minimum par action.

Pour encourager la demande de papier sur le marché financier, des décotes alléchantes ont été accordées aux investisseurs en bourse ce qui a contribué au bon déroulement des offres publiques de vente et à leur succès. A cet égard, le président de l'Ordre des Experts Comptables, M. Abdelaziz ALMECHAT, a précisé dans le cadre de l'émission télévisée « Entreprendre » du jeudi 12 juin 1997 : « On a constaté qu'il y a une prime à l'introduction. On l'a vécu avec les privatisations. Cela veut dire qu'une fois que le travail technique d'évaluation est terminé, on aboutit à une valeur calculée. Mais, généralement, pour un certain nombre de raisons, on se situe en dessous de cette valeur ».

Le tableau n°22 renseigne sur l'importance des décotes accordées par l'Etat aux acquéreurs des actions des entreprises privatisées par OPV. Ces décotes varient entre 14,71 % et 66,70 % de la valeur de l'action cédée à l'investisseur stratégique. Comme chacun le sait, elles ont pour objectif de susciter une demande en valeurs mobilières sur un marché en phase de démarrage. Dans le cas de la SAMIR, la décote est faible. En effet, l'investisseur stratégique a bénéficié d'un prix d'achat tenant compte de l'évolution du cours d'action. Celui-ci a enregistré des tendances à la baisse pendant plusieurs mois.

L'évaluation a été faite pour permettre la vente des titres des sociétés privatisées grâce à des cours d'introduction sous-évalués. Cette pratique est cohérente avec l'esprit de la loi n°39-89 sur la privatisation qui veut favoriser l'accès de nouvelles catégories sociales à la propriété d'entreprise. Il s'agit d'inciter à l'investissement en valeurs mobilières en sous-évaluant la valeur des titres. Cette sous-évaluation permet aux investisseurs en bourse de réaliser des plus-values attrayantes dans un marché qu'il s'agit de créer en stimulant la demande de papier.

**Tableau n° 22 : Décote par action des sociétés privatisées
par OPV**

(DH)

O. P. V	Prix par action		Décote par action (%)
	Investisseurs en bourse	Investisseurs stratégiques	
CTM/LN (tranche 1)	250	338 ,10	26,06 ⁽¹⁾
CTM/LN (tranche 2)	280	338 ,10	17,18
CIOR	230	286 ,00	19,58
SOFAC	290	340 ,00	14,71
SNI	300	425 ,00	29,41
BMCE	325	478 ,20	32,04
GTM	228	684 ,52	66,70
EQDOM	360	-	-
SAMIR	243	251 ,00	3,19
SONASID	308	-	-
FERTIMA	174	-	-

(1)
$$\frac{(338,10 - 250) * 100}{338,10} = 26,06 \%$$

L'évaluation a été faite pour permettre la vente des titres des sociétés privatisées grâce à des cours d'introduction sous-évalués. Cette pratique est cohérente avec l'esprit de la loi n°39-89 sur la privatisation qui veut favoriser l'accès de nouvelles catégories sociales à la propriété d'entreprise. Il s'agit d'inciter à l'investissement en valeurs mobilières en sous-évaluant la valeur des titres. Cette sous-évaluation permet aux investisseurs en bourse de réaliser des plus-values attrayantes dans un marché qu'il s'agit de créer en stimulant la demande de papier.

3.2. Les contraintes liées au transfert

Les privatisations par le marché financier connaissent des difficultés de différentes natures qui varient d'un cas à un autre. Ces difficultés ont trait à la procédure de cession (paragraphe 1), au secteur d'activité (paragraphe 2) et à l'entreprise elle-même (paragraphe 3).

3.2.1. La contrainte liée à la procédure de cession

Selon l'article 3 du décret n°2-90-402, il revient à l'organisme d'évaluation de fixer le prix d'offre autour duquel le marché s'exprime. C'est un prix qui n'est pas négociable à la baisse et en dessous duquel l'opération de cession ne peut être conclue. Les responsables du ministère de la privatisation estiment que rien ne garantit que le prix ainsi fixé est un prix minimum, et que ce prix a tendance à être ciblé sur une intention de vente.

En fait, seul le marché est souverain pour déterminer le prix de cession. «Alors que la valeur est le produit d'une approche théorique qui résulte de calculs plus ou moins complexes, le prix est le résultat d'un processus de marchandage entre acheteurs et vendeurs» (6).

Dans le processus de négociation avec les acquéreurs potentiels, le mandataire du gouvernement doit disposer de toute la flexibilité nécessaire. C'est ainsi qu'il peut être en mesure de réaliser chaque opération dans les meilleures conditions quitte à faire un peu de sacrifice sur le plan de la transparence et des recettes. L'essentiel consiste à garantir la pérennité de l'entreprise privatisée.

Dans le cas de la CIOR, l'organisme d'évaluation n'a pas communiqué le prix de cession minimum dans le délai légal de deux mois. A la suite de quoi, le ministère de la privatisation a appliqué la procédure d'attribution directe où le prix n'est qu'un élément de négociation parmi d'autres.

Telle qu'elle a été menée, l'opération CIOR est une excellente opération où on a vu un partenaire stratégique (Holdercim, filiale de Holderbank-Suisse) prendre la relève de l'Etat marocain pour assurer la pérennité et la croissance de cette société. La privatisation n'est pas simplement un changement de main et un apport en argent, c'est beaucoup plus un apport d'expertise et une assurance de pérennité qui ne peuvent que soutenir et développer le cours en bourse.

3.2.2. La contrainte liée au secteur d'activité

Dans certains secteurs d'activité, les entreprises d'Etat sont dotées du monopole du marché. Ce monopole cultive des réflexes de laxisme sachant que le client n'a pas l'alternative de s'adresser à des entreprises concurrentes. A défaut d'une stratégie appropriée, la structure du monopole risque d'être en déphasage par rapport à un environnement en constant changement.

La SONASID, en tant qu'opérateur unique sur le plan national, bénéficie de la protection douanière du marché. En principe, les droits de douane sur les produits sidérurgiques finis, tels qu'ils sont pratiqués actuellement, ne subiront pas de changement jusqu'à 1999. Après quoi, la mise en oeuvre de l'accord Maroc-Union Européenne déclenchera une baisse progressive de ces droits jusqu'à leur extinction totale en 2009.

Dans l'état actuel des choses, la SONASID est une unité sidérurgique qui souffre de fragilité en raison du déficit de sa politique d'approvisionnement. En effet « le coût de la billette rendue à l'usine reste le facteur principal gênant la compétitivité de SONASID sur le plan international »(7). Toute la difficulté réside, donc, dans le changement des conditions d'exploitation qui nécessite l'application d'une stratégie d'intégration verticale par l'alliance avec un partenaire apte à assurer l'approvisionnement en billettes à des prix compétitifs.

Un programme national d'investissement peut être envisagé pour fabriquer les billettes d'acier à partir de la ferraille locale ou d'origine africaine. Mais ce programme ne pourrait pas garantir une structure coût permettant de rivaliser avec les géants mondiaux de la sidérurgie qui bénéficient des répercussions de l'économie d'échelle et qui s'améliorent grâce à la recherche et développement. La pérennité de la SONASID passe par l'apport d'expertise d'un professionnel de la sidérurgie.

Dans le même ordre d'idées, la privatisation de la SAMIR, qui bénéficie aussi du monopole d'un marché protégé, a été achevée à la suite de la proclamation du holding saoudien Corral comme investisseur stratégique. Le bouclage de cette opération a été très difficile en raison de la lourdeur de l'investissement à réaliser (3.870 milliards DH) et de la détérioration du cours de la plus grosse privatisation par le marché financier (6.192.450 titres introduits en bourse).

Après tout, l'opération SAMIR est une réussite dans la mesure où le holding Corral se distingue par sa taille (2,5 milliards de dollars américains de chiffre d'affaires), sa maîtrise des activités pétrolières (prospection-production-raffinage-distribution) et son expérience en matière de protection de l'environnement.

Bien qu'elle ait les mêmes caractéristiques sur le plan sectoriel (monopole et protection douanière du marché), la société FERTIMA a le privilège d'être pilotée par l'Office Chérifien des Phosphates qui jouit d'un statut de leader sur le marché international des engrais. De ce fait, le retard de privatisation du noyau dur de cette société ne compromet pas son développement.

Il faut rappeler que la première tentative de privatisation de FERTIMA, dont l'activité est fortement dépendante de la pluviométrie, s'est soldée par un échec car elle a coïncidé avec une conjoncture défavorable, à savoir : la sécheresse générale qui a sévi pendant la campagne agricole 1994/95. Si l'appel d'offre lancé par le ministère de la privatisation a été un échec, la privatisation par le marché financier a connu, en revanche, un grand succès en octobre 1996, lorsque la campagne agricole promettait d'être bonne.

3.2.3. La contrainte liée à l'entreprise

Il y a certaines entreprises privatisables qui ont été dotées de missions spécifiques et qui ont, de ce fait, joué un rôle important dans le développement du pays au temps où l'initiative privée ne pouvait s'engager pour relever certains défis d'ordre socio-économique. Lorsqu'il s'agit de les privatiser, il faut les considérer avec prudence compte tenu des privilèges qui leur ont été accordés par l'Etat. Ce sont donc des entreprises qui ne peuvent être privatisées comme toutes les autres entreprises privatisables.

Tel est le cas de la BCP qui joue un rôle considérable en matière de bancarisation, de transferts des ressortissants marocains à l'étranger et de développement des banques régionales. La structure du groupe Crédit Populaire Marocain comporte deux organes qui sont organisés selon les dispositions de la loi régissant les coopératives. Au sommet, il y a la BCP qui appartient, en partie, à l'Etat et qui joue le rôle de l'argentier et du centralisateur des décisions du groupe. A la base, il y a les banques régionales dont les capitaux sont totalement privés. L'amendement de cette loi par le parlement était nécessaire pour procéder à la restructuration juridique de la BCP et à sa transformation en société anonyme. Transférer rapidement la BCP au secteur privé allait poser des problèmes quant à son devenir et quant au maintien de sa cohésion avec les banques régionales.

De même, d'autres banques ne peuvent être cédées sans tenir compte des missions qui leur ont été assignées par les pouvoirs publics. Il s'agit, en particulier, du Crédit Immobilier et Hôtelier (CIH) qui intervient notamment dans le financement des logements économiques et de la banque Nationale pour le Développement Economique (BNDE) qui intervient dans le financement à long terme des projets industriels. En procédant à la privatisation de ces banques publiques, l'Etat doit concilier entre les recettes budgétaires et la pérennité de ces banques. En effet, « le marasme du secteur immobilier se reflète dans les comptes. Tout acquéreur doit avoir une surface financière étendue pour supporter le passif actuel et conduire une restructuration. La BNDE cherche à élargir son champs d'intervention sans se départir de sa mission principale de promotion et de financement de projets »(8).

De surcroît, des résistances au changement ont été constatées. En effet, l'opposition de certains dirigeants d'entreprises publiques au processus de privatisation a été affichée publiquement lors de la tenue du colloque « Euromoney » à Rabat les 20 et 21 Février 1997.

Des résultats bénéficiaires ont été déclarés par ces entreprises alors qu'elles étaient déficitaires pendant plusieurs années. En fait, ce n'est qu'une façon déguisée de repousser le désengagement de l'Etat des secteurs où opèrent ces entreprises. L'audit externe et le commissariat aux comptes n'ayant pas été faits, les résultats bénéficiaires déclarés ne peuvent être pris au sérieux. « Le Maroc a voulu faire sa révolution économique en utilisant les hommes en place. Mais de telles attitudes finissent par jeter le doute sur la capacité de certains dirigeants du secteur public à conduire avec loyauté le processus de privatisation » (9).

Conclusion du Chapitre 3

Sur une période de 4 années (1993-1996), les privatisations par le marché financier ont concerné une dizaine d'entreprises privatisables. Les entreprises ont été choisies par le ministère de la privatisation de manière à assurer la dynamisation de la bourse des valeurs de Casablanca. Mais le déroulement de ces privatisations a connu des périodes plus ou moins difficiles en raison d'un certain nombre de contraintes.

La première série de contraintes est liée à l'audit et à l'évaluation. L'audit, a parfois perturbé les programmes de planification des privatisations. Quant à l'évaluation, l'Etat a dû faire des sacrifices, sur le plan des recettes, en sous-évaluant les cours d'introduction en bourse.

Une autre série de contraintes est posée par le transfert des entreprises privatisables par le marché financier. Tout d'abord, la procédure de cession de ces entreprises doit être assouplie de manière à renforcer la capacité de négociation du représentant du gouvernement face aux acquéreurs potentiels. Ensuite, une entreprise privatisable exerçant un monopole ne peut du jour au lendemain s'adapter avec succès à un environnement concurrentiel. Sa mise à niveau stratégique dépend de son alliance avec un professionnel de dimension internationale. Enfin, certaines entreprises privatisables doivent être privatisées avec prudence sous peine de remettre en cause les missions pour lesquelles elles ont été créées initialement. Leur privatisation ne doit pas s'opposer au rôle qu'elles sont appelées à jouer sur les plans économique et social.

Dans le chapitre qui suit, nous allons tenté d'évaluer l'impact du processus de privatisation sur la bourse des valeurs de Casablanca en mettant spécialement l'accent sur les principaux indicateurs du marché des actions.

Bibliographie du Chapitre 3

- (1) A. SAAIDI ; Nous avons besoin d'une réforme du processus et de ressources, in La Vie Economique n° 3882, 06 Septembre 1996, page 18.
- (2) M. BOUMESMAR ; L'audit de l'entreprise publique au Maroc, mémoire du Cycle d'Expertise Comptable, ISCAE, 1996, page 3.
- (3) M. BIDAHA ; Communication au colloque international « l'audit interne : quelle pratique pour le XXIème siècle », Casablanca, 5 et 6 Juin 1997
- (4) Ministère de la Privatisation Chargé des Entreprises d'Etat ; Note d'information « SAMIR », Rabat, 1996, page 6.
- (5) R.BELKAHIA, H.OUDAD ; Finance d'entreprise I, Gaëtan Morin Editeur Maghreb, Casablanca, 1997, page 492.
- (6) R. BELKAHIA, H. OUDAD ; op.cit page 454.
- (7) Casablanca Finance Intermédiation ; SONASID, analyse de société, Septembre 1996, page 10.
- (8) Centre Marocain de Conjoncture ; La privatisation des banques publiques, in lettre n°35, Octobre 1994, page 14.
- (9) A. DILAMI, Cacophonie, in L'Economiste, n°269, 27 Février 1997, page 1.

CHAPITRE 4 : L'IMPACT DU PROCESSUS DE PRIVATISATION SUR LE MARCHE DES ACTIONS

4.1. LA REVITALISATION DES INDICATEURS BOURSIERS

4.2. L'AMORCE DE LA DESINTERMEDIATION FINANCIERE

L'activité de la bourse des valeurs est restée, jusqu'au démarrage des privatisations par le marché financier en 1993, en deçà des exigences de l'économie nationale. Le processus de privatisation aidant, elle a lancé sa propre mise à niveau en vue de s'aligner sur les standards internationaux et de participer au financement du tissu productif.

L'impact du processus de privatisation sur la bourse des valeurs se traduit par sa contribution à la revitalisation des indicateurs boursiers (section 1) et par l'amorce de la désintermédiation financière (Section 2).

4.1. La revitalisation des indicateurs boursiers

Le ministère de la privatisation a réalisé, pendant la période allant de 1993 à 1996, une dizaine d'OPV qui ont marqué un tournant décisif dans l'évolution des indicateurs boursiers.

Selon les cas, les privatisations par le marché financier ont amélioré la capitalisation boursière et le volume des transactions à la fois ou seulement ce dernier. Dans le premier cas, il s'agit des sociétés privatisées qui ont fait l'objet d'introduction bourse, à savoir : CTM/LN, CIOR, SAMIR, SONASID, FERTIMA, et GTM. Dans la deuxième cas, il s'agit des sociétés qui étaient déjà cotées en bourse avant leur privatisation qui sont BMCE, SOFAC, EQDOM et SNI (Cf. tableau n°23).

La cotation en bourse des sociétés privatisées par le marché financier a un impact sur la capitalisation boursière (paragraphe 1), sur le volume des transactions (paragraphe 2) et sur le rendement général du marché des actions (paragraphe 3).

4.1.1. La capitalisation boursière

Sur le plan de la capitalisation boursière, qui est calculée sur la base du cours au 31 Décembre de chaque année, la tendance a suivi un rythme haussier depuis 1988. Ce rythme s'est particulièrement accentué en 1993 avec le lancement des privatisations par le marché financier. Partant d'une valeur de 16.975 millions de dirhams en 1992, la capitalisation boursière a atteint, en 1996, une valeur de 75.583 millions, soit une augmentation de 345%. Cette performance s'explique notamment par les opérations

Tableau n° 23 : Objectifs boursiers des privatisations par le marché financier (1993-1996)

Sociétés	Date de l'opération	Nombre d'actions	Valeur des actions (1000 DH)	Capitalisation	Liquidité
CTM/LN (tranche n°1)	03/06/93	377.224	94 306	x	x
CTM/LN (tranche n°2)	05/10/94	174.100	48 748	-	x
CIOR	21/12/93	715.700	164 611	x	x
SOFAC	05/04/94	137.775	39 954	-	x
SNI	01/11/94	1.203.678	361 104	-	x
BMCE	24/01/95	1.401.000	455 325	-	x
GTM	15/02/95	126.000	28 728	x	x
EQDOM	27/06/95	200.000	72 000	-	x
SAMIR	18/03/96	6.192.450	1 504 765	x	x
SONASID	02/07/96	1.365.000	420 420	x	x
FERTIMA	28/10/96	690.000	120 060	x	x

d'introduction en bourse des sociétés privatisées et par les opérations d'augmentation de capital qu'elles ont réalisées.

La capitalisation boursière des sociétés privatisées a évolué d'une façon croissante pour atteindre, en 1996, 21993 millions DH, soit 29% de la capitalisation boursière totale (Cf. tableau n°24). La BMCE, la SAMIR et la SNI représentent près de 75% de la capitalisation boursière des sociétés privatisées.

Rapportée au PIB, la capitalisation boursière affiche des taux sans cesse en augmentation traduisant ainsi l'élargissement du marché des actions. Alors que ce ratio était que de 7% en 1992 et de 1,98% en 1988, il se situe, en 1996, à 23% (Cf. tableau n°25).

Comme par le passé, la capitalisation boursière demeure fortement concentrée autour des principales sociétés cotées qui représentent, en 1996, 67,76% de la capitalisation boursière totale (Cf. tableau n°26). Une telle concentration constitue un symptôme d'inefficience du marché dans la mesure où l'offre de papier est caractérisée par le manque d'atomicité. L'investisseur en bourse ne peut investir que dans un nombre limité de valeurs sans avoir la possibilité de diversifier convenablement ses risques. Avec six nouvelles sociétés privatisées introduites en bourse, le processus de privatisation ne peut prétendre élargir suffisamment la cote et lever la contrainte d'étroitesse du marché. C'est une responsabilité qui revient au capital privé.

4.1.2. Le volume des transactions

En ce qui concerne le volume des transactions portant sur les actions, il a connu, pendant la période allant de 1992 à 1996, une évolution haussière en passant de 628 à 18.192 millions de dirhams, soit près de 29 fois le volume initial. La part des sociétés privatisées dans le volume des transactions a suivi une tendance à la hausse en passant de 21% en 1993 à 57% en 1996 (Cf. tableau n°27).

Tableau n° 24 : Capitalisation boursière des sociétés privatisées

(Millions DH)

Années	1993	1994	1995	1996
Indicateurs				
CTM/LN	114	185	390	343
CIOR	401	531	1 368	1 692
SOFAC	-	266	266	336
SNI	-	3 226	4 128	5 405
BMCE	-	-	3 900	5 773
GTM	-	-	378	374
EQDOM	-	-	458	1 273
SAMIR	-	-	-	5 037
SONASID	-	-	-	1 307
FERTIMA	-	-	-	453
Capitalisation boursières des sociétés privatisées	515	4 208	10 888	21 993
Capitalisation boursière totale	25 689	39 825	50 402	75 583
Part des sociétés privatisées dans la capitalisation boursière totale (%)	2	11	22	29

Source : la SBVC

Tableau n° 25 : Capitalisation boursière des actions

(Millions DH)

Années	1993	1994	1995	1996
Indicateurs				
Capitalisation boursière	25 689	39 825	50 402	75 583
Capitalisation boursière/PIB %	10	13,1	17,4	23

Source : SBVC/ministère de la privatisation.

Tableau n° 26 : Capitalisation boursière des principales actions
(Millions DH)

Sociétés	Années		1995		1996	
	DH	%	DH	%	DH	%
BCM	6 456	12,18	9 209	12,18		
ONA	5 659	11,23	8 961	11,85		
SNI	4 128	8,19	5 405	7,19		
BMCE	3 900	7,74	5 773	7,63		
CDM	2 902	5,76	2 877	3,81		
COSUMAR	2 598	5,15	3 206	4,24		
BRASSERIES	2 332	4,63	3 957	5,23		
LESIEUR	2 321	4,61	3 727	4,93		
BNDE	2 100	4,17	-	-		
WAFABANK	2 001	3,97	3 053	4,04		
SAMIR	-	-	5 037	6,66		
TOTAL	34 397	68,26	51 205	67,76		

Source : La SBVC

⚡

Tableau n° 27 : Volume des transactions des sociétés privatisées

Indicateurs	Années					(Millions DH)
	1993	1994	1995	1996	1996	
CTM/LN	264	181	90		119	
CIOR	698	387	274		298	
SOFAC	-	162	37		40	
SNI	-	1399	3 301		2 118	
BMCE	-	-	4 111		1 972	
GTM	-	-	117		29	
EQDOM	-	-	571		281	
SAMIR	-	-	-		4075	
SONASID	-	-	-		1153	
FERTIMA	-	-	-		31	
Volume des transactions des sociétés privatisées	962	2 129	8 501		10 395	
Volume total des transactions relatives aux actions	4 633	7 239	20 716		18 230	
Part des sociétés privatisées %	21	29	41		57	

Source : la SBVC

Ce changement dans la liquidité de la bourse de Casablanca s'explique notamment par la volonté de l'Etat qui a opté pour une politique de dispersion de sa part dans le capital des sociétés privatisées auprès du grand public et ce grâce à la procédure d'offre publique de vente. Etant donné que le marché est fortement demandeur de papier, le flottant, ainsi créé, a déclenché un mouvement de dynamisation des transactions.

Pour renforcer la liquidité du marché, la SAMIR et la SNI ont fait l'objet, avant leur privatisation, d'une application de la technique du « Split ». En réduisant la valeur nominale par action de 100 DH à 50 DH, le nombre de titres composant le capital de ces sociétés a été doublé ce qui a permis une plus grande dispersion du capital cédé auprès du public et, par conséquent, une meilleure liquidité de ces sociétés.

La vitesse de circulation des sociétés privatisées dépasse largement la vitesse de circulation de la bourse (Cf. tableau n°28). Ces sociétés constituent, de ce fait, une locomotive qui entraîne le marché vers la liquidité. En privatisant, l'Etat a sciemment privilégié le petit porteur pour créer la liquidité et pour assurer la mobilité de l'épargne.

L'amélioration de la vitesse de circulation de la bourse trouve son origine, tout d'abord, dans le dépoussiérage de la cote par la radiation de certaines sociétés (5 en 1995, 4 en 1994, 18 en 1995 et 1 en 1996) et dans la frénésie des ventes et des rachats réalisés par les compagnies d'assurance, en fin d'exercice, pour des raisons fiscales. « Si ce phénomène a pris une telle ampleur en 1995, c'est en raison du projet de fiscalisation des plus-values de cession des actions, contenu dans le projet de loi de finances transitoire pour le premier semestre 1996 » (1).

Malgré les améliorations constatées sur le plan du volume des transactions, la liquidité du marché demeure encore dépendante des valeurs les plus actives. La part de ces dernières, dans le volume total des transactions, varie, selon les années, entre 82% et 94% (Cf. tableau n° 29). «Les sociétés actuellement cotées à la bourse de Casablanca ont, en général, mis moins de 30% de leur capital sur le marché par crainte des minorités de blocage. Il y a, aujourd'hui, un vide juridique sur la protection des membres fondateurs des entreprises. Le flottant représente moins de 15% de la capitalisation

Tableau n° 28 : Vitesse de circulation des actions des sociétés privatisées

(pourcentage)

Années \ Sociétés	1993	1994	1995	1996
CTM/LN	232	98	23	35
CIOR	174	73	20	18
SOFAC	-	61	14	12
SNI	-	43	80	39
BMCE	-	-	105	34
GTM	-	-	31	8
EQDOM	-	-	125	22
SAMIR	-	-	-	81
SONASID	-	-	-	88
FERTIMA	-	-	-	68
Vitesse de circulation des sociétés privatisées	187	51	78	47
Vitesse de circulation des sociétés cotées.	18	18	41	27

Tableau n° 29 : Structure de la liquidité du marché

(Millions DH)

Années \ Indicateurs	1993	1994	1995	1996
Volume des transactions	4 611	7 235	20 713	18 230
Part des 10 actions les plus actives (%)	97	85	87	82
Part des cessions directes (%)	76	77	89	57

Source : la SBVC

boursière» (2). En effet, certaines sociétés continuent à être cotées bien que leur flottant soit quasi nul .

Par type de négociation, les transactions en cessions directes de la période ont continué, comme auparavant, à être prépondérantes. «Outre cet avantage d'opacité et de confidentialité recherché par les opérateurs, cette pratique est favorisée par les plus faibles commissions prélevées par la bourse sur ces cessions que sur celles du marché officiel » (3). Néanmoins, ce type de négociation a connu une nette diminution en 1996 où sa part s'est située à 57% du volume total des transactions (Cf. tableau n°29).

Ce changement de tendance en faveur de la transparence du marché s'explique par la mise à jour qui a concerné les commissions prélevées sur les transactions boursières. En vertu des arrêtés ministériels du 15 janvier 1996 n°2820-95 et n°2821-95, les commissions sur les transactions boursières ont été uniformisées pour les deux marchés : le marché des cessions directes et le marché officiel. Pour les actions, ces commissions ont été plafonnées par la loi à 1% dont 0,6% de commission de courtage et 0,4% pour la SBVC. Le conseil d'administration de celle-ci a décidé, à l'issue de sa réunion du 22 juillet 1997, de fixer ce dernier taux à 0,39% ce qui porte les commissions de bourse à 0,99% (bulletin de la cote n°143, page 12).

La tendance vers la transparence se renforcera dès que le règlement général de la bourse sera approuvé par le ministre des finances, sous forme d'arrêté ministériel. En vertu de cet arrêté, la SBVC sera habilitée à fixer, pour chaque valeur cotée, un seuil à partir duquel les transactions seront traitées au niveau du marché de blocs .

Dans l'état actuel des choses, les transactions concernant les sociétés privatisées ne font que refléter la structure d'un marché où l'insuffisance de la transparence des transactions s'explique par la survivance du marché des cessions directes (Cf. tableau n°30).

D'une manière générale, l'évolution favorable de l'activité de la BVC est le fait du dynamisme du marché des actions où s'est réalisée l'immense majorité des transactions boursières au détriment du marché obligataire. En effet, la part des actions dans le volume total des transactions varie, selon les années, entre 84% et 96% (Cf. tableau n°31) .

Tableau n° 30 : Part des cessions directes dans les transactions des sociétés privatisées

(Pourcentage)

Sociétés \ Années	1993	1994	1995	1996
CTM/LN	14	37	60	29
CIOR	4	85	84	69
SOFAC	-	36	79	80
SNI	-	40	90	74
BMCE	-	-	67	74
GTM	-	-	92	10
EQDOM	-	-	59	48
SAMIR	-	-	-	11
SONASID	-	-	-	12
FERTIMA	-	-	-	13

Tableau n° 31 : Volume des transactions par type de valeur

(Millions DH)

Valeurs \ Années	1993	1994	1995	1996
Actions	4 633	7 239	20 716	18 230
Bons de privatisation	-	-	-	1 301
Obligations	188	1 407	2 484	826
Transactions totales	4 821	8 646	23 200	20 357
Part des actions (%)	96	84	89	90

Source : La SBVC.

4.1.3. Le rendement général

Le rendement général de la bourse des valeurs est défini comme étant le rapport entre la somme des dividendes distribués augmentée de la valeur des titres attribués et la capitalisation boursière. Le rendement général est l'un des facteurs qui influent sur la capacité de la bourse des valeurs à capter l'épargne domestique et étrangère en vue de l'impliquer dans les structures productives de l'économie. En effet, la faiblesse de ce rendement par rapport à d'autres possibilités de placement ne peut que produire un effet d'éviction sur les capitaux investis en bourse.

A ce propos, Fadel DRISSI souligne : «Il apparaît que de nombreuses sociétés se fixent pour objectif un taux de distribution des dividendes et n'augmentent le dividende que lorsqu'une augmentation des bénéfices est susceptible d'être maintenue. Alors que si la politique de distribution des dividendes était neutre, les sociétés n'auraient choisi leur politique qu'en fonction des opportunités d'investissement à long terme ; les dividendes pouvant être certaines années supérieurs, et d'autres années inférieurs » (4). A ce sujet, la loi n°1-93-211 relative à la bourse des valeurs considère que le non distribution de dividendes comme étant l'un des éléments pouvant motiver la décision de radiation de la cote.

Il est clair qu'il existe un lien entre le rendement général de la bourse et les performances des structures productives. Autrement dit, la bourse, en tant que centralisateur des mouvements de capitaux, joue le rôle de baromètre de l'activité économique en se basant sur les bénéfices réalisés par les entreprises. Plus une entreprise est performante sur le plan des résultats financiers, plus sa valeur en bourse augmente.

Sur la période allant de 1993 à 1996, les sociétés privatisées ont reconduit, à peu près, le même coupon. Pour certaines valeurs (CTM/LN et GTM), le rendement général s'est, légèrement, apprécié en raison de la tendance à la baisse des cours (diminution du dénominateur du ratio de rendement général) alors que pour d'autres valeurs (SOFAC), il s'est déprécié du fait de la tendance à la hausse des cours. Les sociétés SNI, BMCE et EQDOM ont enregistré des rendements élevés, respectivement, de l'ordre de 31 %, de 32 % et de 27 % car elles ont procédé à des augmentations de capital par attribution gratuite d'actions (Cf. tableau n°32).

Tableau n° 32 : Rendement général par action des sociétés privatisées

Années Sociétés	1993			1994			1995			1996		
	Div DH	Attr DH	Rend %	Div DH	Attr DH	Rend %	Div DH	Attr DH	Rend %	Div DH	Attr DH	Rend %
CTM/LN (1)	-	-	-	-	-	-	7,00	-	2,25	-	-	-
CTM/LN (2)	5,00	-	1,65	12,00	-	3,58	14,00	-	4,38	14,00	-	5,00
CIOR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,00	-	1,99
SOFAC	-	-	-	18,00	-	5,07	18,00	-	5,07	18,00	-	4,02
SNI	-	-	-	10,00	-	2,38	10,00	119,14	30,97	12,00	-	2,20
BMCE	-	-	-	-	-	-	11,00	-	2,82	12,00	114,29	31,57
GTM	-	-	-	-	-	-	9,00	-	3,00	10,00	-	3,37
EQDOM	-	-	-	-	-	-	17,00	-	4,13	19,00	190,50	27,49
SAMIR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,00	-	6,15
SONASID	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25,00	-	7,46
FERTIMA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17,80	-	9,04
Sociétés cotées	-	-	16,82	-	-	14,22	-	-	5,16	-	-	6,44

(1) : jouissance 1/7/95.

(2) jouissance 1/1/93.

Div : dividende.

Attr : attribution gratuite.

Rend : rendement général.

Rendement général = (dividende + valeur des actions attribuées) / capitalisation boursière.

Si la politique de distribution des dividendes laisse entrevoir une timide évolution à la hausse, les actionnaires minoritaires, notamment les petits porteurs, sont beaucoup plus attirés par les plus-values que par les dividendes. A ce sujet, El habib CHAFAI EL ALAOUI indique que « les reventes importantes par les petits porteurs laisseront entendre que ceux-ci voudront les bénéfices rapidement »(5). L'augmentation de la capitalisation boursière, face à des politiques de distribution des dividendes stables, est principalement à l'origine de la baisse tendancielle du rendement général.

En raison de la baisse du rendement général de la bourse, qui est passé, entre 1993 et 1996, de 16,82% à 6,4%, les investisseurs trouvent leur compte dans l'évolution favorable de l'indice général de la bourse. C'est ainsi que pour 100 dirhams investis en bourse en 1993, l'investisseur a récolté, en moyenne, 16,82 dirhams sous forme de dividende et, éventuellement, de titres attribués. A cela, il faut ajouter 28,68 dirhams qui représentent la variation de l'indice général. Le rendement réel est de 45,50 dirhams pour 100 dirhams investis en bourse. Il est évident qu'aucun autre placement financier n'assure un rendement de 45,50% (tableau n°33) .

**Tableau n° 33 : Rendement pour 100 DH investis en bourse
(Pourcentage)**

Années	1993	1994	1995	1996
Indicateurs				
Indice général	259,78	342,33	342,39	447,13
Variation annuelle	+ 28,68	+ 31,78	+ 0,02	+ 30,50
Rendement général	16,82	14,22	5,16	6,44
Rendement pour 100 DH investis	45,45	46,00	5,18	36,94

Exception faite de l'année 1995 où la sécheresse a été générale, la performance de la bourse de Casablanca a été, en moyenne, de 32% pour an ce qui traduit une croissance intéressante et régulière .

En tant qu'indicateur boursier, le price earning ratio (PER) est, de moins en moins, utilisé par les analystes dans une perspective de comparaison entre tel et tel pays. Il est en phase d'être dépassé car « il ne permet pas de faire des comparaisons d'un pays à l'autre pour trois raisons essentielles : d'abord, les méthodes comptables varient d'un pays à l'autre (provisions, dépréciation,...), ensuite les entreprises marocaines ont tendances à réduire

leur profits pour des raisons fiscales. Enfin, l'endettement de ces sociétés est faible, voire inexistant ce qui n'induit pas d'effet de levier qui permet d'augmenter les bénéfices avec le même montant de capitaux propres » (6).

4.2. L'amorce de la désintermédiation financière

Les privatisations sont à l'origine du changement du paysage financier où la bourse des valeurs est appelée à jouer son rôle dans le processus d'allocation des ressources pour le financement de l'économie. Elles ont pu secréter la dynamisation du marché des actions par l'introduction en bourse d'une masse considérable de papier (12 582 927 actions).

Comme le marché est structurellement demandeur, l'apport de papier nouveau s'est traduit par une évolution favorable des indicateurs boursiers. C'est ainsi que la capitalisation boursière des actions a plus que quadruplé entre 1992 et 1996 en passant de 16 975 millions de dirhams à 75 583 millions de dirhams. Durant la même période, le volume des transactions en actions a été multiplié près de 29 fois atteignant les 18230 millions de dirhams.

Grâce à l'apport considérable des privatisations par le marché financier qui ont représenté, en 1996, 57% du volume des transactions et 29% de la capitalisation boursière, le marché des actions a contribué massivement à la mutation de la bourse de Casablanca. Cette mutation se traduit par son intégration aux indices de la Société Financière Internationale (paragraphe 1) et par l'infusion de la culture boursière aussi bien auprès des investisseurs qu'auprès des entreprises (paragraphe 2).

4.2.1. L'intégration de la bourse de Casablanca dans les indices de la Société Financière Internationale (SFI)

Les investisseurs internationaux en portefeuille ont commencé, depuis quelques années, à considérer avec attention les opportunités de placement dans les marchés boursiers en cours d'agrandissement et de sophistication. Comparés les uns avec les autres, il est certain que ces marchés n'offrent pas les mêmes possibilités en termes de rendement, de liquidité et de

transparence. Ces trois critères constituent la clé de voûte pour l'attraction des investisseurs étrangers et renseignent sur les tendances des marchés boursiers émergents. En règle générale, un marché émergent est considéré comme tel s'il entame une phase de croissance stable de nature à lui permettre d'attirer les investissements étrangers en portefeuille.

A cet effet, la SFI, filiale de la Banque Mondiale, publie deux importants indices sur les marchés émergents : IFC global composit Index (IFCG) et IFC Global Investible Index (IFCI). En termes de liquidité et de capitalisation boursière, le premier indice est plus facile d'accès que le second. La bourse de Casablanca fait officiellement partie des indices IFCG et IFCI de la SFI. Cette double intégration constitue une marque de confiance et de prestige pour la place casablancaise et entérine son statut de bourse émergente.

La présence du Maroc dans la base de données de la SFI implique une diffusion régulière d'informations en direction des gestionnaires des fonds d'investissement internationaux. La société Upline Sécurities est chargée de fournir les informations nécessaires pour alimenter cette base de données.

L'insertion de la BVC dans les indices de la SFI active sa prise en compte prochaine dans un autre indice concernant les pays émergents à savoir le Morgan Stanley Capital International (MSCI). Selon l'hebdomadaire « La Vie Economique » du 18 juillet 1997, la « représentante du Morgan Stanley à Singapour a, par ailleurs, annoncé que le Maroc et l'Egypte devront intégrer très prochainement l'indice MSCI des pays émergents ».

Cette reconnaissance de performance ne fait que confirmer le statut de la bourse de Casablanca en tant que marché émergent. Pour pérenniser un tel statut, il est nécessaire de capitaliser les acquis en incitant les entreprises marocaines à inclure le financement corporatif dans leur politique de financement. Autrement dit, le processus de privatisation et la bourse des valeurs font l'objet d'un couplage passager qui ne fait que marquer le début d'une nouvelle époque, celle de la désintermédiation financière. « Si les entreprises européennes avaient accès à des modes de financement qui n'existent pas au Maroc, les entreprises locales seraient désavantagées. Aujourd'hui, dans un monde de globalisation, il faut se battre à armes égales » (7).

4.2.2. L'infusion de la culture boursière

Au moyen des privatisations par le marché financier, l'Etat est intervenu pour changer les structures financières d'une économie fortement intermédiée en créant la demande et l'offre de papier. Il s'agit, en fait, d'une expérience réussie et à connotation culturelle très forte dont les investisseurs et les émetteurs doivent tirer des enseignements pour l'avenir.

4.2.2.1. L'éducation du petit porteur

Si les ressortissants marocains à l'étranger sont habitués à l'investissement en bourse à travers les privatisations menées dans les pays d'accueil et considèrent avec beaucoup d'intérêt ce genre d'opportunité, il n'en était pas ainsi pour les épargnants marocains résidents. En effet, ceux-ci étaient très peu sensibilisés aux placements en bourse malgré les souscriptions précédentes aux emprunts nationaux. C'est le processus de privatisation qui a popularisé ce nouveau mode de placement en le faisant intégrer, progressivement, dans les moeurs de la société marocaine. Pour ce faire, l'Etat a sacrifié les deniers publics en supportant des coûts en matière de communication (campagnes publicitaires), de prix de cession (décotes sur les cours d'introduction), ... Les plus-values réalisées à l'occasion des privatisations sont à l'origine de l'engouement sans cesse croissant des épargnants pour les placements en bourse.

Le comportement du petit porteur en bourse ressemble beaucoup à celui de l'investisseur dans l'immobilier où le gain est rapide et sûr. Il cherche à réaliser sa plus-value et sortir du marché en attendant une nouvelle opportunité de gain. Mais le marché évolue et devient, de plus en plus, risqué ; le gain est désormais conditionné par des arbitrages judicieux. «De plus en plus, donc, le jeu pourra devenir dangereux pour l'épargnant qui boursicote en « solo » et ce sera l'affaire des professionnels que de suivre les évolutions du marché, parce que par rapport à un marché en croissance continue, avoir des pics et des creux représente des opportunités d'arbitrages et, sans doute, des bénéfices supérieurs pour ceux qui savent se placer au bon moment » (8).

A cet effet, le comportement en bourse de l'action SAMIR est éloquent. Pendant la période où le ministère de la privatisation tentait de trouver un investisseur stratégique pour lui confier la gestion de cette société, le cours ne s'est pas apprécié ce qui a constitué une exception par rapport aux autres opérations de privatisations ayant transité par le canal de la bourse. Au bout d'une année, le cours a baissé jusqu'à son niveau le plus bas, atteignant 233 dirhams par action alors que le cours d'introduction était de l'ordre de 243 dirhams par action. Ce cas apprend au petit porteur les effets du risque boursier. Il faut, donc, bien savoir que la bourse des valeurs n'est pas un casino où les mises se font au hasard.

4.2.2.2. Les sociétés privatisées servent d'exemple aux entreprises privées

En donnant naissance à la demande par la création de l'offre de papier, l'Etat donne l'exemple aux entreprises privées cotables en bourse qui peuvent désormais mobiliser l'épargne qui ne se manifestait pas auparavant.

Les premières introductions en bourse des sociétés familiales commencent avec l'ouverture du capital de la société CREDOR le 17 décembre 1996. Ces introductions sont plus que nécessaires pour la place casablancaise qui est caractérisée par le manque de papier. Le marché étant structurellement demandeur, l'OPV de CREDOR a connu un succès éclatant. En effet, elle s'est inscrite dans la logique des sociétés privatisées par le marché financier avec une demande supérieure de 17,56 fois l'offre de titres. Cette introduction en bourse confirme, une fois de plus, l'existence d'un important gisement d'épargne domestique. D'autres introductions de sociétés privées ont suivi notamment celles de MAROC LEASING et de MAGHREBAIL.

Le processus de privatisation a réussi la démonstration, à l'attention des entreprises familiales qui sont, de l'avis des professionnels, prédisposées à accéder au marché financier. La mise en oeuvre de mesures stimulantes ne peut qu'accélérer le basculement de nombreuses entreprises de la comptabilité multiple vers la transparence et la recherche de croissance.

L'avenir de la bourse de Casablanca ne peut plus dépendre des opérations de privatisation qui ne sont, en fait, qu'un facteur de déclenchement du processus de désintermédiation. La mise à niveau financière des entreprises privées cotables passe par le renforcement de leurs capitaux propres dans un

contexte où les banques sont tenues d'appliquer les règles prudentielles et d'être sélectives quant à l'octroi des crédits. Le processus de privatisation a joué son rôle de catalyseur et a préparé le terrain à l'initiative privée qui peut, désormais, prendre la relève en mobilisant l'épargne en vue d'accélérer l'accumulation du capital .

Conclusion du chapitre 4

Les privatisations par le marché financier ont contribué à la mutation de la bourse de Casablanca ainsi qu'en témoignent l'amélioration considérable de ses indicateurs et le saut qualitatif qu'elle a accompli en s'intégrant aux indices de la SFI. Dans cet exploit, les performances du marché des actions tiennent une part essentielle.

Au niveau des indicateurs, les sociétés privatisées ont représenté, en 1996, 29% de la capitalisation boursière et 57% du volume des transactions enregistrés. De plus, le rapport de la capitalisation boursière au PIB est passé de 7% en 1992 à 23% en 1996, suivant ainsi un rythme croissant et prometteur.

Dans la foulée de sa modernisation, la bourse de Casablanca est entrée dans la scène internationale grâce à son intégration dans les indices de la SFI. Cette reconnaissance constitue à la fois une marque de confiance et un appel aux investisseurs étrangers.

A travers ces réalisations, les privatisations par le marché financier ont appris aux boursicoteurs, à travers le cas SAMIR, les effets du risque boursier et ont donné l'exemple aux entreprises privées afin qu'elles viennent mobiliser l'épargne pour assurer leur croissance au moindre coût financier.

Bibliographie du chapitre 4

- (1) Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières ; Rapport annuel, Rabat, 1995, page 24.
- (2) MAZARD et GUERARD ; Développement de l'épargne institutionnelle en vue de la dynamisation des marchés de capitaux, ISSY, 1996, page 141 .
- (3) R. ROBERT ; Le marché des capitaux au Maroc, in Conjoncture n°755, Mars 1996, page 11.
- (4) F. DRISSI ; Influence des dividendes sur la valeur boursière du titre, in Gestion et Société n°1, 1978, page 41.
- (5) E. CHAFAI EL ALAOUI, Les capacités du marché financier à l'heure de la privatisation, in Vues Economiques n°3,1993, page 90.
- (6) M. KAMIR ; Framlington juge la bourse de Casablanca, in La Vie Economique n°3925, 04 juillet 1997, page 65.
- (7) M. K. ANTOUN ; SFI : la bourse de Casablanca promue auprès des étrangers, in Conjoncture n°755, Mars 1996 ; page 30.
- (8) S. BENDIDI ; L'ère de la bourse gagnante à tous les coups est révolue, in La Nouvelle Tribune n°65, Mai 1997, page 12.

Conclusion de la deuxième partie

Sur le plan de la régularité, le déroulement des privatisations par le marché financier souffre d'une série de contraintes qui tiennent aussi bien à l'audit et à l'évolution des entreprises privatisables qu'à leur transfert. La privatisation, au cas par cas, de ces entreprises a abouti, au 31 décembre 1996, à une dizaine d'OPV plus ou moins régulières dans le temps.

En termes de densité, les opérations de privatisation ont provoqué l'éveil de la bourse de Casablanca en l'extrayant de son atonie chronique. En effet, l'examen des indicateurs boursiers, entre 1993 et 1996, indique les progrès substantiels accumulés par la place casablancaise et grâce auxquels elle a réussi sa mutation et sa réhabilitation dans le marché des capitaux.

Cet accomplissement s'explique notamment par le rôle catalyseur joué par le processus de privatisation qui a donné naissance à la demande par la création de l'offre de papier. Mais un tel accomplissement n'est pas une fin en soi. Le marché est structurellement demandeur et manque de papier. L'équilibre ne peut être rétabli que par l'ouverture du capital des entreprises familiales et par un accès massif de ces entreprises au marché financier. La société CREDOR était la première à ouvrir le bal. •

Dans la troisième partie, nous mettons en exergue la nécessité du passage de l'entreprise privée marocaine d'une structure familiale vers une structure ouverte. A l'heure de la globalisation des marchés, le financement de la mise à niveau de nos entreprises, au moindre coût financier, est un passage obligée vers la compétitivité. Le marché financier offre cette possibilité.

TROISIEME PARTIE

PRIVATISATION ET MARCHE BOURSIER, UNE DYNAMIQUE AU SERVICE DE LA DESINTERMEDIATION FINANCIERE

CHAPITRE 5 : DE L'ENTREPRISE FERMEE A UNE ENTREPRISE OUVERTE

CHAPITRE 6 : LA BOURSE DES VALEURS, QUELLE STRATEGIE DE CROISSANCE ?

Le processus de privatisation traduit la volonté des pouvoirs publics à moderniser l'économie nationale en privilégiant le rôle de l'initiative privée et en élargissant l'actionnariat par la diffusion de la propriété d'entreprise à travers la bourse des valeurs.

Parallèlement à ce transfert de propriété, la réforme boursière a été mise en chantier pour faciliter l'émergence d'un actionnariat populaire soit directement soit indirectement par le biais des OPCVM. Il est clair que la canalisation de l'épargne des ménages, sans intermédiation bancaire, vers l'entreprise constitue un mode de financement dont la finalité est le renforcement des structures financières des entreprises marocaines, pour une meilleure capitalisation financière.

De cette manière, l'élargissement de l'actionnariat populaire annonce la fin d'un certain capitalisme familial. Dans ce sens, le Président Directeur Général de l'ONA, M. Fouad FILALI, précise : « L'avenir du capitalisme marocain passe par le renforcement des groupes institutionnels privés et celui des entreprises dans lesquelles le public détient une partie importante du capital » (1).

Le passage de l'entreprise fermée à une entreprise ouverte (chapitre 5) requiert la mise en oeuvre d'une stratégie de croissance (chapitre 6) pour assurer l'agrandissement de la taille du marché des actions dont la caractéristique actuelle est l'étroitesse.

CHAPITRE 5 : DE L'ENTREPRISE FERMEE A UNE ENTREPRISE OUVERTE

5.1. DES FAIBLESSES FINANCIERES DES ENTREPRISES PRIVEES

5.2. DES APPORTS DE L'OUVERTURE DU CAPITAL

Du fait de la libéralisation de l'économie, l'entreprise marocaine est sérieusement, mise à l'épreuve. De nouvelles contraintes s'imposent dans un contexte où il est, plus que jamais, question de relever les défis de la mondialisation en termes de compétitivité. De ce fait, la mise à niveau est à l'ordre du jour et pose, par conséquent, le problème de financement des opérations de restructuration pour hisser les entreprises marocaines au niveau de la concurrence internationale.

Face aux faiblesses financières des entreprises privées (section 1), l'ouverture de leur capital (section 2) se présente comme une issue, à condition qu'elles soient transparentes et bien gérées.

5.1. Des faiblesses financières des entreprises privées

Il est connu que les entreprises privées marocaines se caractérisent, dans l'écrasante majorité des cas, par une structure d'actionariat à caractère familial. Sur le plan financier, elles sont dans une situation de surendettement (paragraphe 1) et manquent de transparence (paragraphe 2). Seules les entreprises, qui auront adopté une démarche préventive, au niveau de leur management, sauront s'adapter et résister au choc du changement en se rapprochant des conditions de productivité en vigueur sur le plan international.

5.1.1. Le surendettement des entreprises privées

De l'avis des professionnels, les entreprises privées sont surendettées et souffrent de sous-capitalisation financière. A ce propos, le Directeur Général Adjoint du Crédit du Maroc, M. Ahmed RAHHOU souligne : «Il est, souvent, préféré de recourir à des capitaux extérieurs à l'entreprise plutôt qu'à une augmentation des fonds propres. L'attrait des gains importants à court terme conduisant, souvent, à des distributions de dividendes trop généreuses et au non accompagnement par les actionnaires de la progression de l'activité de leur entreprise par des apports en fonds propres nécessaires » (2).

Une telle situation de sous-capitalisation financière oblige le banquier à être sélectif en matière d'octroi de crédit en tenant compte des règles

prudentielles selon lesquelles l'appréciation de la capacité de remboursement du débiteur n'est plus laissée à la seule discrétion de la banque.

Pour des raisons tenant à la pérennité et à la crédibilité du système bancaire marocain, Bank Al-Maghrib a instauré des règles prudentielles qui limitent le laxisme que peuvent revêtir les politiques de distribution de crédit. Malgré les exigences de la compétition internationale, le financement de la mise à niveau des entreprises marocaines ne peut se faire que dans le respect de ces règles, dont l'application fait l'objet d'un contrôle permanent de la part de la banque centrale. Il s'agit des trois règles suivantes :

- le coefficient de solvabilité : ce coefficient est l'expression du rapport entre les fonds propres et le total de l'actif cumulé avec les engagements par signature. Autrement dit, le respect de ce coefficient, dont la valeur doit être supérieure ou égale à 8%, permet de limiter les engagements pris par la banque vis-à-vis des entreprises en tenant compte de ses possibilités en fonds propres.
- le coefficient de division des risques : ce coefficient exprime le rapport entre les risques pris sur un même client et les fonds propres de la banque. Son application permet de diversifier les risques en les étalant sur une large clientèle. Ainsi, la défaillance d'un client ne peut avoir que des répercussions limitées et partielles sur l'équilibre financier de la banque.
- le provisionnement des créances en souffrance : en cas de défaillance d'un client, la créance en souffrance doit faire l'objet d'un provisionnement en fonction du risque de perte estimé. La provision est constituée à hauteur de 20% pour les créances prédouteuses, de 50% pour les créances douteuses et de 100% pour les créances compromises.

Ces provisions réduisent le fonds de roulement de la banque et remettent en cause la valeur du coefficient de solvabilité. Sa capacité à distribuer des crédits et à prêter sa signature se trouve ainsi négativement affectée. En outre, le provisionnement des créances implique automatiquement la baisse des marges bénéficiaires du fait que les provisions sont considérées comme des charges. Par conséquent, les banques sont contraintes de veiller sur leur

propre pérennité et sur l'avenir du secteur sous le contrôle de la banque centrale.

Cette approche sélective fait que l'entreprise surendettée risque d'être livrée à elle-même à moins qu'elle n'enclenche le processus de sa propre mise à niveau et qu'elle ne renforce ses capitaux propres pour sortir du cercle vicieux du surendettement.

Rappelons que le mécanisme du levier financier permet de mesurer l'impact de l'endettement sur la rentabilité financière ($R_f = \text{résultat net} / \text{capitaux propres}$) par la comparaison du taux d'intérêt (i) des dettes (D) avec le taux de rentabilité économique ($R_e = \text{résultat net} / \text{actif total}$).

Soit CP la valeur des capitaux propres, on peut, alors, écrire :

$$R_f = R_e + (R_e - i) D/CP$$

« La rentabilité financière (R_f) est égale à la rentabilité économique (R_e) à laquelle s'ajoute un effet de levier qui s'exprime par $(R_e - i) D/CP$. L'effet de levier se décompose en deux facteurs :

1) $(R_e - i)$ qui correspond à la différence entre la rentabilité économique et le taux d'intérêt. Cette expression est appelé le «différentiel» de l'effet de levier ;

2) D/CP qui exprime la structure financière et que l'on désigne par l'expression « bras de levier ».

- Si $R_e > i$, $(R_e - i) > 0$, l'effet de levier est positif ; la rentabilité financière croît en fonction de D/CP

- Si $R_e < i$, $(R_e - i) < 0$, l'effet de levier est négatif et la rentabilité a tendance à diminuer. On parle, parfois, d'effet de massue» (3).

Si l'augmentation de l'endettement peut avoir des effets favorables sur la rentabilité financière, sa réduction permet de conserver l'autonomie financière pour sécuriser les partenaires et les prêteurs. La démultiplication de la rentabilité des capitaux propres par le recours à l'endettement n'est pas dénuée de risque en cas de conjoncture défavorable.

En effet, au cas où l'entreprise surendettée ne peut plus honorer ses engagements et que sa capacité d'endettement (capitaux propres/ financement permanent) est consommée, son équilibre financier est rompu. Elle entre alors dans une phase de déclin. Le risque de rupture de trésorerie est d'autant plus grand que les politiques de distribution des dividendes sont généreuses conduisant ainsi à priver l'entreprise des ressources internes qu'elle sécrète sous forme d'autofinancement. Ce qui ne favorise pas la capitalisation financière de l'entreprise.

Face à la rigueur des règles prudentielles, l'intermédiation classique ne suffit plus pour rentabiliser, de façon satisfaisante, l'activité bancaire. C'est pourquoi, les banques filialisent de nouvelles activités telles que le conseil financier, l'assurance, le crédit bail, l'informatique,... En somme, c'est une autre forme de banque qui est en train de se dessiner en vue de compenser le laminage des marges.

5.1.2. Le manque de transparence des entreprises privées

La transparence est une condition sine qua non pour le fonctionnement d'un marché financier. L'entreprise doit émettre des signaux pour signifier ses performances aux intervenants sur le marché et bénéficier de la valorisation des actifs qui en résulte.

Par conséquent, elle est tenue de publier, sous le contrôle du CDVM, à la fin de chaque semestre et de chaque année des états financiers ainsi que tout élément d'appréciation de nature à modifier la tendance des cours (voir chapitre 1, section 2, paragraphe 1). Son management est soumis au jugement du marché de manière à procurer aux investisseurs le maximum de visibilité sur son avenir.

Au 31 décembre 1996, les entreprises qui appliquent les règles de transparence liées à la cotation en bourse était au nombre de 47 alors qu'on estime le nombre des entreprises cotables à 200 unités au moins. C'est dire que la transparence ne fait pas partie des moeurs des milieux d'affaires où l'on considère la fiscalité comme une contrainte à détourner : « les entrepreneurs maghrébins, comme beaucoup d'autres, s'attachant davantage à minimiser l'impôt qu'à maximiser le profit, les bénéfices par action au

Maroc et en Tunisie sont probablement plus élevés qu'il n'y paraît et donc les PER encore plus faibles » (4).

Il est vrai que les pratiques frauduleuses telles que la dissimulation d'une partie du chiffre d'affaires, mettent aujourd'hui les entreprises prédisposées à être cotées en bourse dans une situation embarrassante. En effet, les travaux d'audit, en rétablissant les véritables performances de l'entreprise en termes de résultats financiers, peuvent être à l'origine de redressements conséquents au profit de l'administration fiscale. Ces régularisations coûteuses posent la question de la mise à niveau fiscale qui doit être résolue pour permettre aux entreprises d'accéder à la cotation sur des bases saines et transparentes.

Par ailleurs, l'accès au marché financier implique un changement de culture d'entreprise. En se soumettant au jugement du marché, la structure de l'entreprise, à tous les niveaux, est mise en émulation grâce à des comportements rigoureux et transparents.

L'infusion de cette nouvelle culture suppose la séparation entre la propriété et la gestion de l'entreprise. « Ce point est capital car souvent les héritiers ne sont pas toujours investis des mêmes qualités entrepreneuriales et éthiques que leurs prédécesseurs » (5). Pour ce faire, les propriétaires du capital peuvent envisager de technocratiser la direction en confiant les fonctions managériales à un manager recruté sur la base de ses qualités de pilotage.

De cette manière, l'affaire est lancée sur la voie de la transparence, de la rigueur et de la performance et s'offre toutes les chances pour réussir le test d'accès au marché financier. En mettant le management sous la pression du marché boursier, les intérêts individuels et l'intérêt général se rejoignent. Parce qu'une entreprise transparente s'enrichit en réalisant des bénéfices et nourrit, en même temps, le budget de l'Etat en payant ses impôts. Le lien entre la micro-économie et la macro-économie s'établit par le biais de la trilogie : transparence, rigueur et performance.

5.2. Des apports de l'ouverture du capital

Si la culture boursière a bien pris du côté des épargnants, les entreprises mettent du temps pour venir en bourse sachant pertinemment que leur mise à

niveau exige la mobilisation d'un financement stable et à moindre coût. Eu égard à l'engouement croissant des épargnants pour la bourse, la conjoncture boursière est particulièrement favorable à l'accès des entreprises au marché financier.

A défaut de nouvelles introductions privées, les performances de la bourse risquent de s'effriter au fur et à mesure que les opportunités de privatisation s'épuisent. Il va sans dire que la citoyenneté de l'entreprise passe par l'implication des épargnants, des entrepreneurs et des travailleurs ; ce qui suppose, sur le plan financier, l'ouverture du capital. L'introduction en bourse assure à la fois la mobilité du capital (paragraphe 1) et le financement de la croissance (paragraphe 2).

5.2.1. La mobilité du capital

De génération en génération, le cercle des associés familiaux s'élargit rendant la cohésion familiale de plus en plus difficile à maintenir. Des conflits peuvent être générés par la divergence des visions et des intérêts et, à la longue, entraîner une sorte de paralysie au niveau de la conduite des affaires.

Dans une entreprise non cotée, la reprise des participations des associés désintéressés par l'entreprise peut se révéler très difficile en raison du désaccord qui peut surgir entre les parties à propos du prix de cession. L'opération de désengagement se complique particulièrement dans le cas des sociétés de personnes, où la cessibilité des parts doit être obligatoirement soumise à l'approbation des associés restant dans l'entreprise.

Par contre, la cotation en bourse autorise une sortie intéressante pour les actionnaires désintéressés dans la mesure où elle leur assure la libre cessibilité des actions à des prix qui sont déterminés selon la loi de l'offre et de la demande du marché boursier.

Un autre motif peut présider au désengagement des actionnaires d'origine, à savoir : la diversification du patrimoine. En effet, le produit de cession des actions peut être réinvesti dans des branches d'activités qui sont présumées être plus porteuses. L'ouverture du capital « favorise une diversification du

patrimoine des actionnaires grâce à une mobilisation rapide du capital permettant de saisir de nouvelles opportunités, ainsi qu'un allégement de l'effort financier des anciens actionnaires se réservant ainsi la possibilité d'investir dans d'autres secteurs » (6).

Dans le cas d'une société performante, le désengagement se réalise dans des conditions avantageuses étant donné que les actionnaires cessionnaires peuvent liquider leurs participations à des cours attractifs. De surcroît, le désengagement est, sur le plan fiscal, opportun car les personnes physiques résidentes au Maroc bénéficient de l'exonération de la taxe sur les profits nets réalisés sur les cessions d'actions cotées en bourse.

Ajoutons à cela que la mobilité de capital, acquise à la suite de l'introduction en bourse, apporte une réponse adéquate au problème de liquidation de l'impôt occasionné par le partage de l'entreprise familiale reçue en héritage. Grâce à la cotation en bourse, les actionnaires d'origine peuvent mobiliser rapidement une partie minoritaire du capital, pour régler les diverses taxes successorales, tout en gardant le contrôle de l'entreprise. En l'absence de cette possibilité de liquidité du patrimoine qui permet la mobilité du capital, les héritiers risquent de trouver des difficultés pouvant carrément conduire à la cession intégrale de l'entreprise.

5.2.2. Le financement de la croissance

Du fait de la faiblesse de leurs capitaux propres et de l'épuisement de leur capacité d'endettement, les entreprises manquent de ressources pour financer leur croissance et ne peuvent ainsi faire face à une demande potentielle. Cette situation pourrait être dépassée grâce à l'augmentation de capital par appel public à l'épargne.

Une fois que l'entreprise est capitalisée, grâce à la prépondérance des capitaux propres dans les financements permanents, elle est en mesure de contracter des emprunts bancaires à des taux qu'elle peut négocier à la baisse. « En effet, suite à la récente libéralisation des taux, les banquiers déterminant le coût de l'argent en fonction de la transparence et de la qualité financière de leur interlocuteur, ils ne manqueront, donc, pas d'avoir un a priori favorable pour des entreprises cotées en bourse » (7).

Ainsi, l'entreprise capitalisée peut tirer profit de l'impact favorable de l'effet de levier financier sur ses bénéfices dans des conditions acceptables d'autonomie financière qui lui permettent de sauvegarder sa solvabilité et de minimiser le risque de cessation de paiement.

L'ouverture du capital est un projet de transparence de la gestion qui met l'entreprise dans l'obligation de répondre aux besoins de sûreté et de rentabilité des investissements. Ces deux conditions étant remplies, l'entreprise découvre non seulement qu'elle a acquis de la notoriété mais qu'elle a aussi la possibilité de financer ses projets par de nouvelles émissions.

L'introduction en bourse n'est qu'une étape pour créer des opportunités de croissance au secteur privé. Si, à l'heure actuelle, l'entreprise n'a pas de projet de croissance externe (acquisition, fusion), il se peut que ce genre d'alliance soit utile dans le futur. L'évaluation des deux entreprises ainsi que les opérations de conversion des actions sont facilitées grâce à leur cotation en bourse.

En marge à cette deuxième section, soulignons que parallèlement à ses avantages financiers, l'ouverture du capital améliore la notoriété de l'entreprise cotée en lui consacrant un niveau de standing vis-à-vis de l'ensemble de ses partenaires (clients, fournisseurs, Etat, actionnaires, ...). Sa crédibilité est ainsi renforcée dans un environnement concurrentiel où la politique de communication est un levier important pour entretenir des relations privilégiées avec les uns et les autres. L'introduction en bourse « contribue, immédiatement, à l'accroissement de la notoriété de l'entreprise : elle la fait connaître publiquement et lui confère le label de société dynamique » (8).

Conclusion du chapitre 5

La mise à niveau des entreprises marocaines s'impose dans un environnement international hostile où les marchés seront de moins en moins protégés. Dans ce contexte de compétition mondialisée, les banques commerciales ne peuvent accompagner toutes les entreprises surendettées sous peine de remettre en cause leur propre pérennité. En effet, des règles prudentielles leur imposent une certaine politique de financement.

Si l'accès au crédit bancaire n'est pas évident, il n'en est pas moins pour l'appel public à l'épargne du fait que les entreprises privées ne sont pas transparentes. Or la transparence est la règle d'or des marchés financiers. Une fois que l'entreprise se met sur la voie de la transparence, de la rigueur et de la performance, elle est en mesure d'accéder au marché financier ce qui lui procure des avantages notables.

Primo, les actionnaires d'origine bénéficient de la mobilité du capital en raison de la liquidité de l'entreprise. Ils peuvent ainsi mobiliser rapidement une partie du capital pour se désengager ou pour accomplir les formalités successorales. Secundo, la cotation en bourse permet à l'entreprise de lever des capitaux sur le marché financier pour assurer sa capitalisation financière et renforcer, de la sorte, sa crédibilité auprès des banques commerciales. De même, elle facilite la croissance externe. Enfin, la notoriété de l'entreprise est considérablement améliorée ce qui lui procure un niveau de standing vis-à-vis de ses partenaires : fidélité des clients, confiance des fournisseurs, implication du personnel,

En définitive, le succès de la désintermédiation financière passe par l'ouverture du capital familial, sinon, les performances de la bourse de Casablanca risquent de se volatiliser au fur et à mesure que le processus de privatisation touche à sa fin.

Le chapitre 6 traite des possibilités d'élargissement de la cote de la bourse de Casablanca par l'introduction de nouvelles sociétés cotables aussi bien au niveau du premier compartiment qu'au niveau du deuxième compartiment.

Bibliographie du chapitre 5

- (1) J.P BRAS ; Stratégies de privatisation, Casablanca, Les Editions Toubkal, 1995, Page 201.
- (2) A. RAHHOU ; Le système bancaire marocain et les enjeux de la mondialisation de l'économie, in Tables Rondes de l'Association des Economistes Marocains n°5, Mai 1997, Page 125.
- (3) G. DEPALLENS, J. P. JOBARD ; Gestion financière de l'entreprise, Paris, Editions Sirey, 1990, page 345.
- (4) J. M. DUBOIS ; Les bourses du Maghreb : les contraintes de l'émergence, in Vues Economiques n°6, 1994, page 160.
- (5) R. BELKAHIA ; Les entreprises et la bourse, thèse de Doctorat d'Etat, Université Hassan II, Casablanca, 1994, page 49.
- (6) G. GOBIN ; Les opérations financières et le marché des capitaux, Paris, Clet, 1981, page 126.
- (7) R. ROBERT ; Les marchés des capitaux au Maroc : un marché des capitaux en chantier, in Conjoncture n°755, Mars 1996, page 10.
- (8) J. L MAGNIEN, A. CHMANTI ; Guide de la bourse au Maroc, Casablanca, Editions Headline - L'Economiste, 1997, page 18.

CHAPITRE 6 : LA BOURSE DES VALEURS, QUELLE STRATEGIE DE CROISSANCE ?

6.1. INTRODUIRE DE NOUVELLES SOCIETES

6.2. METTRE EN OUEVRE UN PLAN D'ACTION

Durant le premier trimestre de l'année 1997, les cours boursiers se sont appréciés de 50%. Cette appréciation des cours ne s'explique pas par les performances réalisées par les sociétés cotées, mais plutôt par le déséquilibre entre l'excès des liquidités et la rareté de papier sur la place boursière Casablancaise. Sous la pression d'une demande spéculative défiant les principes déontologiques du marché, il y a eu la formation d'une petite bulle financière qui est en fait un « excédent qui s'amplifie au cours du temps entre la valeur courante d'un actif et sa valeur fondamentale » (1). Si à la suite d'une spéculation effrénée on assiste à une chute brutale, l'effondrement des cours instaure une crise de confiance et implique, par conséquent, la fuite des capitaux. Heureusement, sur la place Casablancaise, les cours se sont rétablis dans la douceur et la correction a eu lieu sans effet d'éviction sur les capitaux investis.

Pour éviter ce danger, des efforts doivent être déployés pour agrandir la taille du marché par l'extension de l'offre de papier. En d'autres termes, il est nécessaire, pour faire face à une demande de papier en expansion, de veiller à l'élargissement de la cote (section 1) et de mettre en oeuvre un plan d'action (section 2) de nature à faciliter l'introduction en bourse des entreprises cotables.

6.1. Introduire de nouvelles sociétés

L'élargissement de la cote, grâce à l'introduction en bourse de nouvelles entreprises, est une priorité d'ordre stratégique en ce sens qu'elle constitue, indéniablement, un vecteur permettant d'orienter l'économie marocaine vers une croissance à deux chiffres. En effet, la mise sous la pression du jugement du marché boursier du management des entreprises cotées ne peut que les engager sur le sentier de la rigueur et de la performance. Les résultats bénéficiaires, ainsi réalisés, se traduisent par une appréciation des cours dont les répercussions favorables finissent, en définitive, par se cristalliser dans les indicateurs macro-économiques (PIB, taux de chômage,...).

Le développement de l'offre de papier sur le marché des actions concerne deux compartiments à savoir le compartiment de la cote officielle (paragraphe 1) et le second marché (paragraphe 2).

6.1.1. Elargir le premier compartiment

La décision d'investir des grandes entreprises conditionne, dans une large mesure, le renforcement du tissu productif des économies nationales. Elle se traduit par la confection de plans de développement où entrent en ligne de compte des anticipations sur les ventes et des exigences d'innovation. Ces plans sont l'expression de la vision à long terme de l'équipe dirigeante qui doit se soucier de l'articulation de la gestion au quotidien avec le projet d'avenir de l'entreprise.

Dans les prévisions à long terme, les investissements en biens d'équipement occupent une place prépondérante. Le choix des investissements est, de ce fait, déterminant sachant que la croissance de l'entreprise en dépend de façon étroite. Une insuffisance d'investissement peut entraîner un manque à gagner plus ou moins important et fragiliser la position concurrentielle de l'entreprise sur le marché. En revanche, un excès d'investissement n'améliore pas les performances financières de l'entreprise en ce sens que ni le chiffre d'affaires ni le bénéfice net ne sont augmentés.

Certaines grandes entreprises marocaines ne seraient pas tentées par l'accès au marché financier car leur potentiel de développement est limité par le manque de visibilité sur le plan économique. Ne pouvant se lancer dans des paris industriels, elles se maintiennent dans une position d'attentisme, surtout si elles n'ont pas de problème de cash flow. « Augmenter leurs fonds propres sans une réelle augmentation de leur chiffre d'affaires signifierait qu'elles ont une mauvaise allocation de leurs ressources, parce que l'activité qu'elles pratiquent ne dégage pas assez de bénéfices additionnels » (2). En effet, l'augmentation des capitaux propres, si elle n'entraîne pas une amélioration du chiffre d'affaires dans des proportions conséquentes, aboutit à la diminution de la rotation des actifs (chiffre d'affaires / actif total) et à la baisse de la rentabilité financière (bénéfice net / capitaux propres).

Parallèlement à ces entreprises qui sont en panne de croissance et dont les activités ont besoin de redéploiement et de recentrage, il y en a d'autres qui évoluent dans des secteurs porteurs qui « croissent à 10%. Et à l'intérieur de ces secteurs performants, certaines entreprises peuvent avoir une croissance de 15% » (3).

Vis-à-vis de ces entreprises performantes, l'action sera essentiellement centrée sur la communication pour véhiculer une image positive de la bourse des valeurs. L'élargissement du marché de la cote officielle (ou premier compartiment) est une urgence pour une bourse dont la taille est sans commune mesure avec la taille de l'économie nationale.

6.1.2. Démarrer le deuxième compartiment

La création du deuxième compartiment), par la loi n°34-96 du 09 Janvier 1997, est l'une des innovations majeures que connaît le marché des actions. La préoccupation des autorités boursières réside dans l'organisation d'un nouveau marché accessible à une catégorie d'entreprises qui ne sont pas éligibles pour le marché de la cote officielle.

Pour financer l'acquisition de la technologie, les entreprises de taille moyenne recherchent, activement, de nouvelles possibilités de financement de nature à favoriser leur croissance. Aujourd'hui, leur objectif est de dépasser le recours au système bancaire dont les conditions, relatives à l'octroi de crédit à l'investissement, sont jugées contraignantes.

Il convient donc de diversifier les sources de financement de ces entreprises en leur facilitant l'accès au marché financier. L'appel public à l'épargne leur offre la possibilité, à la suite de l'ouverture de leur capital, d'améliorer la part des capitaux propres dans la structure des capitaux permanents.

Dans cette optique, les formalités d'introduction en bourse ont été assouplies dans le but d'initier un mouvement de recrutement des entreprises de taille moyenne. Les conditions afférentes à la taille ont été, comparativement avec celles du marché de la cote officielle, revues à la baisse avec un capital libéré de 10 millions de dirhams et un flottant de l'ordre de 15% de ce capital. Les conditions tenant à la transparence (certification des comptes) et à la pérennité de l'entreprise (stratégie viable) sont restées identiques pour les deux marchés.

Depuis plusieurs années, la petite et moyenne entreprise n'a pas cessé d'être l'une des préoccupations des pouvoirs publics marocains. Avec le désengagement progressif de l'Etat-entrepreneur de la conduite des affaires commerciales et industrielles, l'encouragement de la volonté d'entreprendre

requiert le soutien de la petite et la moyenne entreprise qui demeure, incontestablement, un cadre favorable pour l'éclosion de jeunes promoteurs nationaux. Le soutien financier, entre autres, est nécessaire pour assurer la veille technologique de ce genre d'entreprise et, par conséquent, l'adaptation aux mutations des marchés.

A défaut d'un esprit innovateur et ouvert sur les nouveautés technologiques, la petite et moyenne entreprise ne peut être une structure souple et adaptable aux besoins du marché. Le financement de l'acquisition de nouvelles technologies revêt un caractère particulièrement déterminant dans un monde où les frontières sont appelées à disparaître.

Dans le temps, le démarrage du second marché ne pourra avoir lieu qu'à moyen terme étant donné les spécificités qu'il comporte. En effet, il s'agit d'un marché dont la rentabilité est plus élevée et plus risquée que celle du marché de la cote officielle ce qui exige la présence d'investisseurs spécialisés. C'est sûr que la question fondamentale réside dans la manière avec laquelle les sociétés cotables seront attirés vers le premier compartiment de la bourse de Casablanca. D'où la priorité qui est accordée à celui-ci.

6.2. Mettre en oeuvre un plan d'action

Conjointement avec les axes stratégiques arrêtés au niveau du marché des actions, il convient d'envisager un plan d'action pour inciter les entreprises à recourir au financement corporatif. Ce plan peut être décliné sous forme de cinq actions principales, à savoir :

- réglementer les prises de contrôle (paragraphe 1).
- accorder l'amnistie fiscale (paragraphe 2).
- lancer une campagne de communication (paragraphe 3).
- favoriser les rapprochements entre les entreprises de taille moyenne (paragraphe 4).
- solliciter le capital-risque (paragraphe 5).

6.2.1. Réglementer les prises de contrôle

La crainte des actionnaires d'origine de perdre leur pouvoir dans l'entreprise est, en partie, à l'origine de leurs réticences vis-à-vis de l'introduction en

bourse. En effet, il n'y a pas de réglementation ni sur l'offre publique d'achat (OPA) ni sur l'offre publique d'échange (OPE) qui permette à ces actionnaires de se prémunir contre les contrôles massifs et sauvages. Cependant, il y a une ébauche de réglementation dans le texte de loi n°34-96 et dans le texte de loi n°17-95 relatif aux sociétés anonymes.

En effet, le premier texte de loi oblige les opérateurs qui atteignent un certain seuil de participation dans le capital d'une société cotée à en faire la déclaration auprès de la SBVC et du CDVM. L'article 68 ter de cette loi prévoit plusieurs seuils de participation (1/20, 1/10, 1/5, 1/3, 1/2, 2/3) et impose la déclaration que le franchissement soit à la hausse ou à la baisse. Ces dispositions permettent aux autorités du marché de suivre l'évolution de la structure de l'actionnariat des sociétés cotées et d'en informer tous les opérateurs.

Il reste donc à combler le vide juridique afférents aux prises de contrôle par la réglementation des OPA et des OPE . « L'OPA consiste pour une société qui veut prendre le contrôle d'une entreprise - avec l'accord de celle-ci (OPA amicale) ou malgré elle (OPA hostile) - à proposer aux actionnaires de l'entreprise convoitée le rachat de leur titres » (4).

Dans le cas d'une OPA hostile, la société menacée peut mettre en échec les tentatives de prise de contrôle en passant par des alliés qui auront pour mission de créer une forte demande autour du titre visé de manière à ce que le cours puisse se situer au dessus du prix d'offre de l'OPA, et que les actionnaires conservent leurs titres au lieu de les vendre. Il est possible aussi de prévoir une OPA préventive afin de conforter le capital de la société menacée.

De même, l'article 257 de la loi 17-95 sur les sociétés anonymes prévoit, sur la base d'une clause statutaire ou de la décision d'une assemblée générale extraordinaire, un droit de vote double « à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire ». Il est clair que l'objectif recherché est de déjouer les tentatives inamicales de prise de contrôle.

A titre de comparaison avec les OPA, il peut y avoir aussi bien des OPE amicales que des OPE offensives. Dans ce dernier cas, les actionnaires

d'origine peuvent tisser entre eux des relations d'alliance pour verrouiller le capital de la société. Si les actionnaires cessionnaires sont rémunérés, dans le cadre d'une OPE, par des titres selon une parité fixée à l'avance, le mode de rémunération est le paiement en espèces lorsqu'il s'agit d'une OPA.

Parallèlement aux prises de contrôle par OPA et par OPE, un opérateur peut envisager d'acquérir un lot de titres de nature à lui procurer le contrôle de la société ciblée et ce, par le biais d'une négociation hors bourse portant sur un bloc de contrôle. Selon l'article 253 de la loi 17-95, quand il s'agit d'actions nominatives, une clause d'agrément peut être prévue dans les statuts en vue de subordonner la cession du bloc de contrôle à l'approbation des actionnaires d'origine « sauf en cas de succession ou de cession soit à un conjoint soit à un parent ou allié jusqu'au 2° degré inclus ».

La dilution du pouvoir de contrôle étant l'un des freins à l'introduction en bourse, la nouvelle loi sur les sociétés anonymes prévoit deux types de titres : l'action à dividende prioritaire sans droit de vote (ADP) et le certificat d'investissement (CI).

Les ADP permettent à l'entreprise d'améliorer les capitaux propres sans qu'il y ait de perte au niveau du pouvoir de contrôle. Le détenteur du titre bénéficie d'un revenu mieux garanti, mais il n'a pas le droit d'assister aux assemblées générales pour exercer le droit de vote (articles 263 à 271 de la loi n°17-95).

Le CI est la résultante du partage des droits liés à l'action en deux parties: le droit au dividende et le droit au vote. Représentatif des droits pécuniaires, le CI ne permet pas à son détenteur de participer à la gestion de l'entreprise (articles 282 à 291 de la loi n° 17-95). De même que pour les ADP, l'émission des CI améliore les capitaux propres de l'entreprise sans modification de la structure du pouvoir.

6.2.2. Accorder l'amnistie fiscale

Dans son article 10, la loi de finances 1997/1998 prévoit la mise à niveau fiscale pour faciliter l'adaptation des entreprises à un nouvel environnement marquée par l'obligation de transparence. Il s'agit de présenter, aux

entreprises intéressées, la possibilité de rectifier leurs comptes à moindre frais de telle sorte que leurs états de synthèse soient conformes à la réalité.

Pour ce faire, les entreprises, ayant opté pour la mise à niveau fiscale, doivent s'autodénoncer en déclarant à l'administration des impôts les irrégularités relevées dans leurs livres comptables. Sur la base de cette déclaration, l'entreprise est, en principe, taxée dans des conditions avantageuses. Ce cadre incitatif vise à favoriser le basculement des entreprises d'un système opaque où la comptabilité est multiple vers un système de transparence où la comptabilité est réelle. En agissant ainsi, l'Etat veut inciter les entrepreneurs à changer de comportement pour marquer la rupture avec un mode de gestion privilégiant la pratique informelle des affaires.

Au delà du toilettage comptable, l'appel à la transparence s'inscrit dans le cadre de la modernisation de l'économie marocaine. Pour le Directeur des Impôts, M. Abdelali BENBRIK, la mise à niveau est « une chance pour enclencher un processus de crédibilité des fonctions essentielles de la comptabilité. Nous en avons besoin pour le marché financier, pour la sécurisation de l'épargne, pour développer les formes de sociétés » (5). La transparence étant une constante des marchés financiers, la fiscalité est mise à contribution pour préparer les entreprises à l'introduction en bourse pour qu'elles puissent lever les capitaux nécessaires à leur capitalisation financière et au financement de leur croissance.

Malgré ses avantages, la mise à niveau fiscale demeure une incitation insuffisante : son incidence sur le marché financier pourrait être nettement améliorée si elle était assortie de l'amnistie fiscale en faveur des entreprises qui expriment l'engagement ferme de s'introduire en bourse dans un certain délai. Il serait incohérent de pénaliser, dans quelque mesure que ce soit, ces entreprises alors qu'elles font l'effort de se soumettre aux règles de transparence du marché financier.

En fin de compte, l'Etat ne peut être que gagnant, sur le plan fiscal, même s'il offre immédiatement l'amnistie fiscale aux entreprises candidates à l'introduction en bourse. En effet, la valeur boursière de l'entreprise est étroitement liée aux résultats qu'elle affiche ce qui fait que les bénéfices

imposables, sous l'effet d'un management performant, peuvent atteindre des valeurs qui n'ont, probablement, jamais été déclarées auparavant.

6.2.3. Lancer une campagne de communication

La politique de communication de la bourse de Casablanca est bâtie autour de trois objectifs, chacun d'eux étant défini pour une cible bien déterminée. Les cibles répertoriées sont au nombre de trois à savoir la cible principale (les entreprises, les investisseurs en bourse et les épargnants), la cible relais (les banques, les sociétés de bourse et les conseillers patrimoniaux) et la cible témoin (les autorités de tutelle, les leaders d'opinion et les universitaires). Les objectifs se présentent comme suit :

- sensibiliser la cible principale sur le bien-fondé de la désintermédiation financière par la création et le maintien d'un mouvement vers la bourse dans le but de vendre celle-ci aux acteurs composant cette cible ;
- convaincre la cible relais du fait que l'activité boursière est pérenne et rentable afin de fédérer tous les professionnels de la bourse autour du projet de désintermédiation financière ;
- développer, vis-à-vis de la cible témoin, un halo valorisant la bourse dans l'environnement économique et social marocain de manière à ce que cette institution ait un rôle et un statut sur le plan macro-économique.

Compte tenu de la diversité et de la spécificité des cibles et des objectifs qui leur sont attachés, la politique de communication de la bourse utilise les médias classiques (télévision, presse écrite, ...) mais aussi des outils hors média (réunions, road shows, forums,...), car il y a un travail de fond qui ne peut être fait par le biais d'un plan média.

Depuis un certain temps, la bourse des valeurs communique énormément sur son chantier de modernisation essentiellement à travers la presse spécialisée pour mettre en relief sa transition vers une nouvelle époque. Telle qu'elle a été arrêtée, la politique de communication vient pour capitaliser les efforts de sensibilisation déjà entamés. Pour ce faire, une campagne publicitaire multimédia, à l'attention de toutes les cibles, est mise en oeuvre pour installer une nouvelle image et faire passer une nouvelle signature : «la

croissance passe par la bourse ». Cette signature est à connotation forte et ouverte, parce qu'elle signifie que la bourse, en tant que lieu d'échange, assure la croissance à la fois de l'épargne et de l'entreprise.

Il s'agit en fait d'une campagne globale de communication qui se décline à travers la redéfinition du rôle de la bourse en tant que moteur du développement socio-économique. Cette campagne est basée sur l'utilisation de la presse qui permet d'explicitier les grands thèmes évoqués en télévision et de s'adresser, de façon spécifique, à chacune des cibles.

En raison de l'insuffisance de l'offre de papier, les entreprises cotables sont prioritaires dans cette campagne de sensibilisation pour lever les freins et expliciter les mobiles de l'introduction en bourse. Pour recruter ces entreprises, il est nécessaire d'aller à la rencontre de leurs propriétaires par l'organisation de roads shows à travers tous les quartiers industriels. La bourse veut, ainsi, initier des rencontres entre tous les protagonistes (chefs d'entreprise, sociétés de bourse, banques, ...) en vue de favoriser le débat, de façon à appréhender les craintes et les doutes et de pouvoir y répondre. La couverture de ces événements est assurée par des journalistes spécialisés de la presse écrite. D'autres types de rencontres sont prévus, tels que les réunions d'échange entre entrepreneurs, les réunions trimestrielles à thème, les conférences de presse, ...

Pour tisser un réseau de relations durables, il est prévu également de créer le club de la bourse dans lequel les professionnels et les entrepreneurs peuvent se rencontrer dans un cadre de convivialité. Ce club doit être élitiste, tout en étant ouvert, car c'est l'apport de solutions qui enrichit le club.

6.2.4. Favoriser le rapprochement entre les entreprises de taille moyenne

Les petites et moyennes entreprises réclament, à travers la CGEM, la révision de leurs relations avec le système bancaire, par l'instauration de mesures encourageantes, notamment l'accès à des crédits d'investissement assortis de garanties raisonnables. Mais le financement bancaire a des limites qui tiennent, à la fois, à la capacité d'endettement de ces entreprises (surendettement) et à la réglementation bancaire en vigueur (règles prudentielles).

En attendant l'instauration d'un éventuel système de partenariat, les banques commerciales peuvent favoriser les rapprochements (fusions et acquisitions) entre les entreprises de taille moyenne. Pour ce faire, la mise en place de structures spécialisées dans l'ingénierie financière est nécessaire. Connaissant les faiblesses et les forces des entreprises clientes, elles sont en mesure d'initier un large mouvement de rapprochement pour aider à leur intégration, soit horizontale (rapprochement avec un concurrent) soit verticale (rapprochement avec un client ou avec un fournisseur).

La responsabilité des banques est directement impliquée dans ce processus de rapprochement, dans la mesure où elles sont bien placées pour accomplir les formalités juridiques, réaliser le montage financier et accompagner les entreprises dans leur introduction en bourse. Une fois introduites au niveau du second marché, elles peuvent se servir de ce marché pour augmenter progressivement leur capital jusqu'au moment où elles deviennent éligibles pour accéder au marché de la cote officielle.

L'opération de rapprochement des activités de deux entreprises est appréciée à la lumière des effets synergistiques qu'elle peut induire sachant que « deux activités exercées en commun ont une meilleure rentabilité que lorsqu'elles sont exercées séparément » (6). La synergie, ainsi définie, peut revêtir plusieurs formes, à savoir : la synergie commerciale, la synergie d'exploitation, la synergie d'investissement et la synergie de direction.

L'étude de faisabilité de l'opération de rapprochement porte, également, sur l'estimation du coût financier de cette opération compte tenu de son incidence fiscale. Il est regrettable, à ce sujet, de constater que la législation fiscale en la matière ne prévoit pas de traitement privilégiant les opérations de fusion et d'acquisition. La neutralité de la fiscalité est un facteur déterminant pour réussir le mouvement de concentration des entreprises.

Dans quelques années, beaucoup d'entreprises perdront leurs marchés. Ceux-ci seront conquis par des entreprises étrangères dont la force réside dans leur compétitivité. Il est donc temps de favoriser la croissance des entreprises en déclenchant un mouvement de concentration ce qui ne manquera pas d'élargir la cote en bourse.

6.2.5. Solliciter le capital-risque

Le paysage économique marocain est caractérisé par un système productif dual. D'un côté, il y a les entreprises qui sont liées à l'extérieur, notamment les filiales des sociétés étrangères qui fonctionnent selon des méthodes de gestion modernes. Puis il y a, de l'autre côté, les entreprises qui, démunies de vision à long terme, manquent de stratégies et de structures aptes à leur permettre de relever les défis de l'ouverture économique. Cette dernière catégorie d'entreprises a besoin d'une mise à niveau sous peine de s'enliser dans le déclin dont l'aboutissement naturel est la cessation d'activité. Devant les turbulences d'un environnement agressif, il revient aux entreprises menacées, avec le soutien des organisations professionnelles qui les défendent, d'enclencher le processus de leur propre restructuration et de le mener à terme dans les meilleurs délais.

Dans ce sens, le Directeur des Investissements, M. Hassan BERNOUSSI, souligne : « c'est à elles de faire l'effort nécessaire pour lever leurs handicaps. Il ne faut pas imaginer un seul moment que la mise à niveau va se caractériser par une injection des fonds dans ces entreprises en difficulté. L'Union Européenne n'est pas là pour distribuer des dividendes mais pour construire un partenariat, sans concession ni complaisance, ... » (7).

La réussite de la restructuration dépend de la qualité des travaux de diagnostic et des développements de stratégie qui en résultent. Cette démarche s'impose à l'entreprise dans la mesure où tout financement est subordonné à des plans d'évolution solides et fiables. Donc, le véritable problème ne réside pas dans le financement de la restructuration mais dans la justification de ce financement par des études poussées et approfondies sur les modalités pratiques susceptibles de garantir la pérennité des entreprises.

Dans l'état actuel des choses, la structure familiale de nombreuses entreprises est en déphasage par rapport à leur environnement à cause de trois insuffisances majeures (8) :

- la faiblesse de la productivité qui s'explique par des ressources humaines et un encadrement peu performant (dirigeants familiaux).
- l'étroitesse du marché qui se traduit par la dépendance de l'entreprise vis-à-vis d'un seul marché ou d'un seul client.

- la faiblesse de la valeur ajoutée qui témoigne d'une fragilité importante par rapport à la concurrence locale (facilité d'imitation des produits) et étrangère (manque de compétitivité).

La levée des handicaps exige, en termes de financement, l'ouverture du capital dans le but de redresser les déséquilibres financiers par le renforcement des capitaux propres. A ce niveau, le capital-risque est une possibilité pour les entreprises qui veulent se présenter devant le marché financier avec un projet d'entreprise. Ce mode de financement consacre la capitalisation financière, par l'apport de capitaux propres, et peut aboutir, après une conduite stratégique réussie, à l'introduction en bourse de l'entreprise. En effet, la cotation des entreprises moyennes sur le second marché ne peut que faciliter l'étape de sortie (désinvestissement) du capital-risqueur si l'entreprise est prédisposée à la transparence.

Le capital-risque est un mode de financement à travers lequel un venture-capitaliste (ou un capital-risqueur) engage des fonds propres dans une entreprise dont il quitte le tour de table à la fin d'une période définie contractuellement. Le désinvestissement du capital-risqueur est réalisé par la cession de sa participation au capital aux fondateurs de l'entreprise ou à une tierce-partie agréée à l'unanimité ou en bourse.

L'intervention du capital-risqueur peut être motivée par trois raisons principales :

- la participation au financement d'un projet à fort potentiel de développement (capital-risque création).
- la participation au financement de la croissance d'une entreprise sous-capitalisée (capital-risque développement).
- la reprise partielle d'une entreprise en difficulté (capital-risque transmission).

Conclusion du chapitre 6

Sous l'effet d'une demande spéculative persistante, le premier trimestre de l'année 1997 a connu une augmentation des cours de l'ordre de 50% qui a généré une petite bulle financière. En effet, l'excès des liquidités, dans un marché structurellement demandeur, risque de provoquer, en cas d'effondrement des cours, un effet d'éviction sur les capitaux investis en bourse.

Pour minimiser un tel risque, il est absolument nécessaire que les sociétés privées prennent le relais des sociétés privatisées en créant du papier. Le marché des actions peut être mieux exploité grâce à la concrétisation de deux axes stratégiques :

- élargir le premier compartiment.
- démarrer le deuxième compartiment.

Un plan d'action de nature à permettre la réalisation de ces deux axes stratégiques, peut être décliné sous forme de cinq actions :

- réglementer les prises de contrôle ;
- accorder l'amnistie fiscale ;
- lancer une campagne de communication ;
- favoriser les rapprochements entre les entreprises de taille moyenne ;
- solliciter le capital-risque.

La mise en oeuvre de ce plan d'action s'inscrit sur une ligne droite visant la promotion du marché des actions.

Bibliographie du chapitre 6

- (1) C. DE BOISSIEU ; Le destin de la bulle financière, in futuribles n°192, Novembre 1994, page 6.
- (2) S. BENDIDI ; L'ère de la bourse gagnante à tous les coups est révolue, in La Nouvelle Tribune n°65, 01 Mai 1997, page 13.
- (3) A. DOURI ; La bourse de Casablanca n'est plus atypique, in La Nouvelle Tribune n°65, 01 Mai 1997, page 14.
- (4) R. FERRANDIER, V. KOEN ; Marchés de capitaux et techniques financières, Paris, Economica, 1988, page 211.
- (5) A. BENBRIK ; La mobilisation de tous est nécessaire pour tourner la page, in La Vie Economique n°3933, 12 Septembre 1997, page 9.
- (6) Strategor ; Stratégie - structure - décision - identité, Paris, Inter Editions, 1988, page 109.
- (7) H. BERNOUSSI ; Plus une économie s'ouvre et plus l'origine des investissements se diversifie, in Le Temps du Maroc n°99, 19 Septembre 1997, page 35.
- (8) A. RAHHOU ; op. cit. pages 125-126.

Conclusion de la troisième partie

Dans un contexte mondial caractérisé par l'ouverture des marchés, la restructuration des entreprises marocaines est inéluctable. Elle suppose la mobilisation de ressources financières que le système bancaire ne peut octroyer systématiquement pour des raisons qui sont à la fois liées à la sous-capitalisation des entreprises et à la réglementation bancaire en vigueur.

Pour réaliser leur capitalisation financière, les entreprises ont la possibilité d'accéder au marché financier, s'il y a une réelle volonté de dépasser la structure familiale. Le changement de structure requiert d'une part, la séparation entre la propriété du capital et le management, et d'autre part, l'ouverture du capital à de nouveaux actionnaires.

Bâtie sur un nouveau mode de gestion privilégiant la transparence, la rigueur et la performance, l'ouverture du capital procure des avantages aussi bien aux actionnaires d'origine (la mobilité et la valorisation du capital) qu'à l'entreprise elle-même (financement de la croissance et notoriété).

Dans une perspective d'implication de l'épargne dans les activités productives, la promotion du processus de la finance directe passe d'abord par la résolution du problème de la taille de la bourse. Il s'agit donc d'élargir la cote de la bourse, en s'attachant à mettre en action deux axes stratégiques : l'élargissement du premier compartiment et le démarrage du deuxième compartiment.

Pour ce faire, un plan d'action, décliné en cinq mesures, peut être envisagé :

- réglementer les prises de contrôle pour prévenir des prises de pouvoir massives et sauvages.
- accorder l'amnistie fiscale pour aider à la mise en place d'un mode de gestion transparent.
- lancer une campagne de communication pour lever les doutes et les craintes des entrepreneurs.
- favoriser le rapprochement des entreprises de taille moyenne pour les rendre éligibles au marché financier.
- solliciter le capital-risque pour accompagner la conduite stratégique des entreprises.

CONCLUSION GENERALE

Avant la réforme boursière de 1993, la bourse des valeurs de Casablanca se caractérisait à la fois par l'étroitesse et par le manque de liquidité. Cette situation d'atonie structurelle s'explique, notamment, par la conjugaison de trois facteurs principaux. Tout d'abord, l'intermédiation boursière était confiée, en quasi exclusivité, aux banques commerciales qui n'avaient pas intérêt à encourager la cotation des entreprises et le placement de l'épargne en bourse. Ensuite, les épargnants n'étaient pas attirés par l'investissement en bourse du fait de l'insuffisance des rendements qui ne permettaient même pas de compenser les pertes de valeurs occasionnées par l'érosion monétaire. Enfin, la majorité écrasante des entreprises, qui sont par essence des entreprises familiales, s'opposaient à la divulgation des secrets de leurs affaires et à la publication de leurs résultats financiers comme c'est d'ailleurs toujours le cas. Du fait de l'absence d'étanchéité entre les biens sociaux de l'entreprise et les patrimoines personnels des propriétaires du capital, la publication des résultats revient à dévoiler la fortune familiale

Suivant les recommandations contenues dans le programme d'ajustement structurel, la bourse des valeurs a connu la refonte de ses structures périmées pour qu'elle soit mise à contribution dans la réussite du processus de privatisation et, plus généralement, dans la modernisation de l'économie marocaine. Pour ce faire, la réforme boursière a été enclenchée à partir de la fin de l'année 1993 en vue de faire tendre le marché vers de plus en plus d'efficacité. Cette réforme prévoit la mise en place de nouvelles autorités du marché financier, la professionnalisation de l'intermédiation boursière, l'instauration de nouveaux instruments de mobilisation de l'épargne et la rénovation des systèmes de cotation et de détention des titres.

A vrai dire, la place boursière Casablancaise ne fait que ses premières réalisations dans ce grand chantier de réforme et demeure, de ce fait, un marché inefficace. Plusieurs raisons sont à l'origine de cette situation d'inefficacité.

Citons, tout d'abord, la faiblesse de la culture boursière qui fait que les sociétés cotées se limitent au strict minimum en matière de diffusion de l'information ce qui ne sert pas la transparence du marché. Il en résulte, aussi, une certaine réticence des entreprises cotables à accéder à la cotation, chose qui ne milite pas en faveur de l'atomicité de l'offre de papier.

Secundo, le retard pris par la généralisation de la cotation électronique à toutes les valeurs cotées en bourse entraîne par la survivance du marché des cessions directes où les transactions sont traitées sans aucune contrainte de taille. Ce marché parallèle empêche, d'une part l'égalité de traitement des investisseurs et, d'autre part, la formation des cours sur un marché unique régi par la loi de l'offre et de la demande.

Tertio, l'entrée en service du dépositaire central est, aussi, l'une des questions capitales à régler. En effet, l'évolution croissante du volume des transactions boursières a rendu caduc le régime de conservation et de transmission physique des titres. Notons, à ce sujet, que la situation est devenue critique dans les départements titres des banques commerciales. La rapidité de dénouement et la sécurité des transactions exigent la mise en place sans plus tarder du dépositaire central.

Notons, aussi, que le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières a besoin du renforcement de ses équipes de travail et de ses ressources financières. Cette double insuffisance ne lui permet pas, en effet, d'assurer une bonne couverture du marché financier afin d'y jouer le rôle d'un véritable watchdog.

Nonobstant ces faiblesses, il faut dire qu'il s'agit d'une situation conjoncturelle où les uns et les autres s'imprègnent d'une nouvelle culture financière basée fondamentalement sur la transparence.

Dans la foulée des réformes engagées pour hisser ses structures au niveau des normes internationales, la bourse des valeurs ne cesse de contribuer, de façon réussie, à la réalisation du processus de privatisation. A cet égard, le schéma de transfert des entreprises privatisées par offre publique de vente trouve son origine, notamment, dans les principes de l'école française. Selon celle-ci, l'actionnariat minoritaire ne peut être impliqué dans une opération de privatisation qu'une fois l'investisseur stratégique mis en place. Cependant, dans le cas marocain, des dérogations ont eu lieu. L'actionnaire minoritaire a acquis des titres en bourse avant même de connaître l'investisseur stratégique qui s'engage à assurer la pérennité de l'entreprise privatisée. C'est le cas de FERTIMA, SONASID, SAMIR, BMCE et SNI. Ces dérogations sont le reflet des principes de l'école anglaise qui ne prévoit

pas de noyau dur au moment du lancement de l'opération de privatisation par le marché financier.

Dans les deux cas de figure, la bourse demeure un mode de cession minoritaire puisque la partie majoritaire du capital cédé par l'Etat est réservée à l'investisseur stratégique. L'impact sur le développement de la bourse est, de ce fait, limité. C'est le choix des principes de l'école française qui prédomine dans les privatisations marocaines par OPV.

Bien qu'elle joue un rôle minoritaire dans la réalisation du processus de privatisation, les apports de la bourse sont à la fois économique et culturel. Sur le plan économique, la cotation des BDP permet de sanctionner la qualité avec laquelle est géré ce processus. En effet, la tendance de la demande des BDP renseigne sur l'opinion des différents opérateurs en bourse vis-à-vis des privatisations. Le rôle culturel de la bourse se traduit par l'ouverture de nouvelles perspectives pour le développement d'un actionnariat populaire. Elle est, de ce fait, un instrument de légitimation des privatisations qui offrent au citoyen marocain la possibilité d'accéder à la propriété d'entreprise.

Voyons, maintenant, l'autre sens de la causalité. En effet, si la bourse des valeurs est considérée comme étant le support du processus de privatisation, celui-ci constitue le catalyseur de la réforme boursière.

Pendant la période allant de 1993 à 1996, les privatisations par le marché financier ont porté sur une dizaine d'entreprises privatisables. Celles-ci ont été choisies par le ministère de la privatisation dans le but de dynamiser le marché boursier. Mais, le déroulement de ces privatisations a été contrarié par deux types de contraintes.

La première série de contrainte est liée à l'audit et à l'évaluation. Les travaux d'audit sont, des fois, une source de perturbation des programmes de privatisation lorsqu'ils doivent être repris, pour une raison ou une autre, en vue d'être actualisés. Ce fut le cas, notamment, de la BCP et de FERTIMA où les auditeurs sont revenus pour mettre à jour les travaux d'audit qui étaient supposés être bouclés. Le rapport d'audit constitue le document de base de l'évaluateur et conditionne, ainsi, le succès des travaux d'évaluation. Sur ce plan, l'Etat a fait des sacrifices budgétaires en sous-évaluant les cours

de cession en bourse des entreprises privatisables. Cette pratique a contribué à susciter une forte demande de titres car elle a généré des plus-values intéressantes pour les investisseurs en bourse.

La deuxième série de contraintes est liée au transfert des entreprises privatisables par OPV. Ces contraintes ont trait à la procédure de cession, au secteur d'activité et à l'entreprise privatisable elle-même.

Pour ce qui est de la procédure de cession, le représentant du gouvernement doit disposer de toute la flexibilité nécessaire pour négocier avec les acquéreurs potentiels. C'est ainsi qu'il peut être en mesure de réaliser chaque opération avec efficacité quitte à égratigner quelque peu le principe de la transparence. L'essentiel consiste à garantir la pérennité de l'entreprise privatisée sans pour autant brader le patrimoine collectif qu'elle représente.

Quant au secteur d'activité, il pose le problème de l'exploitation monopolistique d'un marché protégé. Ce mode de gestion cultive des réflexes de laxisme puisque l'entreprise s'impose comme étant le seul fournisseur sur le marché. La mise à niveau stratégique de ce type d'entreprise suppose la recherche patiente et soignée d'un partenaire de dimension internationale. Son apport d'expertise est une condition sine qua non pour assurer la pérennité de l'entreprise privatisable qui exerce un monopole.

Enfin, il y a certaines entreprises privatisables qui ont été dotées de missions spécifiques et qui ont joué, de ce fait, un rôle important dans le développement du pays au temps où l'initiative privée ne pouvait pas relever certains défis d'ordre socio-économique. Lorsqu'ils s'agit de les privatiser, il faut les considérer avec beaucoup de prudence. Tel est le cas, notamment, de la BCP, du CIH et de la BNDE.

Malgré les contraintes qui l'enserrent, le processus de privatisation a contribué à la mutation de la bourse des valeurs ainsi qu'en témoignent l'amélioration considérable des indicateurs et le saut qualitatif qu'elle a accompli grâce à son intégration dans les indices de la Société Financière Internationale. Le marché des actions est pour beaucoup dans la réalisation de ces performances.

Au niveau des indicateurs boursiers, les sociétés privatisées ont représenté, en 1996, 29 % de la capitalisation boursière et 57 % du volume des transactions de l'année. De surcroît, le rapport de la capitalisation boursière au PIB est passé de 7% en 1992 à 23% en 1996 en suivant un rythme croissant et prometteur.

Notons, aussi, que la bourse des valeurs est entrée de plein pied dans la scène internationale à la suite de son admission dans les indices de la SFI à savoir IFC Global Composit index (IFCG) et IFC Global investible index (IFCI). Cette admission constitue à la fois une marque de confiance et un appel aux investisseurs étrangers.

Grâce à ces réalisations, les privatisations par le marché financier s'avèrent constructives. D'une part, elles ont appris aux boursicoteurs, par le biais du cas SAMIR, les effets du risque boursier. D'autre part, elles ont donné l'exemple aux entreprises privées pour qu'elles viennent s'introduire en bourse. Ces entreprises ont la possibilité de faire appel public à l'épargne pour financer leur mise à niveau dans un environnement international de plus en plus concurrentiel voire hostile, où les marchés seront de moins en moins protégés.

Dans ce contexte de compétition mondialisée, le surendettement est l'un des handicaps majeurs de nombreuses entreprises. C'est pourquoi les banques commerciales ne peuvent pas accompagner toutes ces entreprises sous peine de remettre en cause leur propre pérennité. D'ailleurs, des règles prudentielles leur imposent une certaine politique de risque à appliquer. Si le crédit bancaire n'est plus aussi accessible que par le passé, l'accès au marché financier est subordonné pour sa part au respect de la contrainte de transparence. Or la plupart des entreprises marocaines ignorent cette contrainte qui constitue la pierre angulaire du fonctionnement de tout marché financier. Une fois que l'entreprise se met sur la voie de la transparence, de la rigueur et de la performance, elle peut prétendre accéder au marché financier ; ce qui peut lui procurer des avantages importants et constituer un véritable levier pour son développement.

Tout d'abord, les actionnaires d'origine bénéficient de la mobilité du capital en raison de la liquidité du patrimoine de l'entreprise cotée en bourse. Par conséquent, ils sont en mesure de mobiliser, à tout moment, une partie du

capital pour se désengager de l'affaire ou pour accomplir les formalités successorales lorsque l'entreprise est reçue en héritage. Ensuite, la cotation en bourse permet à l'entreprise de lever des capitaux sur le marché financier pour assurer sa capitalisation financière et renforcer, par voie de conséquence, sa crédibilité auprès des banques commerciales. De même, elle favorise la croissance externe par acquisition ou par fusion. Enfin, la notoriété de l'entreprise est considérablement améliorée. Son capital « image » est valorisé auprès de ses partenaires : fidélité des clients, confiance des fournisseurs, implication du personnel, ...

En définitive, le succès de la désintermédiation financière dépend de l'ouverture du capital familial. Sinon, les performances de la bourse des valeurs risquent de s'effriter au fur et à mesure que le processus de privatisation touche à sa fin. Dans un marché structurellement demandeur, l'offre insuffisante de papier doit être, absolument, étoffée par des introductions en bourse.

A l'heure actuelle, l'élargissement du premier compartiment et le démarrage du deuxième compartiment sont deux axes stratégiques dont la réalisation est prioritaire. Pour ce faire, un plan d'action de mise en oeuvre de ces axes peut être décliné en cinq actions :

- Réglementer les prises de contrôle ;
- Accorder l'amnistie fiscale ;
- Lancer une campagne de communication ;
- Favoriser les rapprochements entre les entreprises de taille moyenne ;
- Solliciter le capital-risque.

Pour activer la réforme boursière, l'appui et le soutien des banques commerciales sont nécessaires. Au début, elles ont réagi par rapport à cette réforme boursière avec des degrés de prudence variables ce qui fait que les unes ont pu évoluer plus rapidement que les autres. Certaines banques ont mis en place des sociétés de bourse et des OPCVM sans croire au bien-fondé d'une telle initiative. Mais, petit à petit, elles se sont retrouvées dans le mouvement de la réforme à la suite, notamment, du succès enregistré par les OPCVM.

capital pour se désengager de l'affaire ou pour accomplir les formalités successorales lorsque l'entreprise est reçue en héritage. Ensuite, la cotation en bourse permet à l'entreprise de lever des capitaux sur le marché financier pour assurer sa capitalisation financière et renforcer, par voie de conséquence, sa crédibilité auprès des banques commerciales. De même, elle favorise la croissance externe par acquisition ou par fusion. Enfin, la notoriété de l'entreprise est considérablement améliorée. Son capital « image » est valorisé auprès de ses partenaires : fidélité des clients, confiance des fournisseurs, implication du personnel, ...

En définitive, le succès de la désintermédiation financière dépend de l'ouverture du capital familial. Sinon, les performances de la bourse des valeurs risquent de s'effriter au fur et à mesure que le processus de privatisation touche à sa fin. Dans un marché structurellement demandeur, l'offre insuffisante de papier doit être, absolument, étoffée par des introductions en bourse.

A l'heure actuelle, l'élargissement du premier compartiment et le démarrage du deuxième compartiment sont deux axes stratégiques dont la réalisation est prioritaire. Pour ce faire, un plan d'action de mise en oeuvre de ces axes peut être décliné en cinq actions :

- Réglementer les prises de contrôle ;
- Accorder l'amnistie fiscale ;
- Lancer une campagne de communication ;
- Favoriser les rapprochements entre les entreprises de taille moyenne ;
- Solliciter le capital-risque.

Pour activer la réforme boursière, l'appui et le soutien des banques commerciales sont nécessaires. Au début, elles ont réagi par rapport à cette réforme boursière avec des degrés de prudence variables ce qui fait que les unes ont pu évoluer plus rapidement que les autres. Certaines banques ont mis en place des sociétés de bourse et des OPCVM sans croire au bien-fondé d'une telle initiative. Mais, petit à petit, elles se sont retrouvées dans le mouvement de la réforme à la suite, notamment, du succès enregistré par les OPCVM.

La crainte de diminution des marges, causée par la promotion de la finance directe, ne peut qu'exacerber la course pour s'approprier les parts de marché. Les banques sont, aujourd'hui, conscientes de l'ampleur des changements qui se produisent. C'est pourquoi le redéploiement de leurs activités d'intermédiation classique est à l'ordre du jour.

Maintenant que la ligne directrice de la réforme boursière est devenue claire, elles ont les moyens financiers pour interioriser les nouveaux métiers de la bourse. Mieux encore, elles sont en mesure d'accélérer le processus de désintermédiation financière sachant qu'elles ont des liens organiques avec le tissu productif de l'économie nationale.

Il leur revient, à travers les sociétés de bourse qui leur sont adossées, d'accompagner les entreprises vers la bourse et de contribuer, activement, à l'ouverture du capital familial. Il s'agit, en réalité, d'accomplir une grande mission de sensibilisation afin de vaincre les résistances au changement et d'assurer la mutation culturelle attendue. De ce point de vue, les banques commerciales sont reconnues comme étant des agents de changement qui ont des atouts pour influencer, dans une large mesure, sur le développement de la bourse.

Les banques vont, sans doute, cultiver d'autres sources de revenus et avanceront dans le sentier de la désintermédiation financière en investissant dans de nouveaux créneaux notamment ceux du financement corporatif et de la gestion de portefeuille. Au niveau de ce dernier créneau, les OPCVM ont réussi à mobiliser, d'une façon sans cesse croissante, une épargne considérable dont les répercussions sur la demande de papier en bourse ne sont plus à démontrer. Il reste à ce que les sociétés de bourse développent le financement corporatif en amenant les entreprises à émettre du papier sur un marché fortement acheteur.

Dans le présent travail de recherche, nous avons tenté d'étudier l'interaction entre le processus de privatisation et la bourse des valeurs de Casablanca en essayant de mettre l'accent spécialement sur l'évolution du marché des actions et ses perspectives d'avenir. Loin de nous l'idée de prétendre que nous avons répondu à toutes les questions soulevées par la réforme du marché des capitaux. En effet, d'autres questions se posent et conditionnent la

réussite de la transition d'une économie d'endettement vers une économie de financement.

A titre d'exemple, cette transition dépend de l'élargissement du marché monétaire dont la finalité est d'améliorer la gestion de trésorerie des entreprises. A terme, la réforme de ce marché doit normalement aboutir à une baisse des taux d'intérêt débiteurs par la mise en concurrence du marché des titres de créance négociables et du marché du crédit.

La réforme du marché des capitaux vise, en partie, à améliorer la compétitivité des entreprises en leur donnant la possibilité de recourir à des ressources financières à moindre coût. La réduction du coût de l'argent est une nécessité pour nos entreprises afin qu'elles puissent assurer leur capitalisation financière et améliorer leur structure de coût.

BIBLIOGRAPHIE

1. Textes de loi consultés

- Dahir portant loi n°1-93-211 du 21 Septembre 1993 relatif à la Bourse des Valeurs de Casablanca.
- Dahir portant loi n°1-93-212 du 21 Septembre 1993 relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne.
- Dahir portant loi n°1-93-213 du 21 Septembre 1993 relatif aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.
- Dahir n°1-96-245 du 9 janvier 1997 portant promulgation de la loi n°34-96 modifiant et complétant le Dahir portant loi n° 1-93-211 du 21 Septembre 1993 relatif à la Bourse des Valeurs de Casablanca.
- Dahir n°1-96-246 du 9 janvier 1997 portant promulgation de la loi n°35-96 relative à la création d'un dépositaire central et à l'institution d'un régime général de l'inscription en compte de certaines valeurs.
- Loi n°39-89 autorisant le transfert d'entreprises publiques au secteur privé.
- Décret n°2-90-402 du 16 Octobre 1990 pris sur le fondement de l'habilitation prévue par l'article 5 de la loi n°39-89 autorisant le transfert d'entreprises publiques au secteur privé.
- Décret n°2-90-403 du 16 Octobre 1990 relatif aux pouvoirs du ministre chargé de la mise en oeuvre des transferts des entreprises publiques au secteur privé.
- Décret n°2-90-577 du 16 Octobre 1990 pris pour l'application de l'article 7 de la loi n°39-89 autorisant le transfert d'entreprises publiques au secteur privé.

- Décret n°2-90-578 du 16 Octobre 1990 fixant les conditions de fonctionnement de la commission des transferts prévue par l'article 2 de la loi n°39-89 autorisant le transfert d'entreprises publiques au secteur privé.
- Dahir n°1-96-124 du 30 août 1996 portant promulgation de la loi n°17-95 relative aux sociétés anonymes.

2. Recherches universitaires

- R. BELKAHIA ; **Les entreprises et la bourse**, thèse de Doctorat d'Etat, Université Hassan II , Casablanca, 1994.
- H. EL BASRI ; A JMAMOU et B. KOUCHAM ; **Le désengagement de l'Etat des entreprises publiques**, Casablanca, mémoire du Cycle Supérieur de Gestion, ISCAE, 1993.
- M. BOUMESMA ; **L'audit de l'entreprise publique au Maroc**, mémoire du Cycle d'Expertise Comptable , ISCAE, 1996

3. Ouvrages

- R. BELKAHIA et H. OUDAD ; **Finance d'entreprise I**, Gaëtan Morin Editeur Maghreb, Casablanca, 1997.
- A. BOUACHIK ; **Les privatisations au Maroc**, Morocco Printing Publishing Co, Rabat, 1993.
- J.P BRAS ; **Stratégies de privatisation**, les Editions Toubkal, 1995.
- R. COBBAUT ; **Théorie financière**, Economica, Paris, 1987.

- E. CHAIBANOU ; La nouvelle loi bancaire marocaine, Datapress, Casablanca, 1993.
- G. DEFOSSE et P. BALLEY ; La bourse des valeurs, Presses Universitaires de France, Paris, 1994.
- G. DEPALLENS et J.P. JOBARD ; Gestion financière de l'entreprise, Editions Sirey, Paris, 1990.
- M. EL ABDAIMI; Maroc, pays émergent?, Edition Berepie, Marrakech, 1994.
- R. FERRANDIER et V. KOEN ; Marché des capitaux et techniques financières, Economica, Paris, 1988.
- N. GAUTHIER ; Les nouveaux marchés financiers et leurs instruments, Publi-Union, Paris, 1987.
- A. GEDELAN ; La bourse : marché financier ou casino ?, Sirey, Paris, 1991.
- G. GOBIN ; Les opérations financières et le marché des capitaux, Clet, Paris, 1981.
- A. KOVACS ; Les stratégies de la nouvelle bourse, Les Editions d'organisation, Paris, 1990.
- J.L. MAGNIEN et A.CHMANTI ; Guide de la bourse au Maroc, Editions Headline/L'Economiste, Casablanca, 1997.
- J. J. PERQUEL ; Les marchés financiers, Dunod, Paris, 1990.
- B. SOLNIK ; International investment, Addison wesley Publishing Compagnie, Wokingham, 1988.
- STRATEGOR; Stratégie-structure-décision-identité, Inter Editions, Paris, 1988.

- P. VIGREUX ; Dynamique du marché financier, Les Editions d'organisation, Paris, 1967.

4. Rapports et études

- BMCE ; Le marché boursier au Maroc, in Revue d'Information, Août, 1996.
- Casablanca Finance Intermédiation ; SONASID, analyse de société, Septembre 1996.
- Centre Marocain de Conjoncture ; La privatisation des banques publiques, Lettre n°35, Octobre 1994.
- Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières ; Rapport annuel, Rabat, 1995.
- Coopers & Lybrand ; Maroc : marché des valeurs mobilières, Décembre 1994.
- Institut Français des Relations Internationales ; Rapport RAMSES, 1996.
- Mazard et Guérard, Développement de l'épargne institutionnelle en vue de la dynamisation des marchés de capitaux, Issy, juin 1996.
- Ministère des Finances et des Investissements Extérieurs et Ministère de la Privatisation Chargé des Entreprises d'Etat, Note d'information de la deuxième émission des bons de privatisation, Rabat, Mai 1996.
- Ministère de la Privatisation Chargé des Entreprises d'Etat ; Note d'information « SAMIR », Rabat, 1996.
- Ministère de la Privatisation Chargé des Entreprises d'Etat , Guide des privatisations au Maroc, Rabat, 01 Octobre 1996.

5. Articles

- M.K. ANTOUN ; SFI : la bourse de Casablanca promue auprès des étrangers, in Conjoncture n°755, Mars 1997.
- R. BELKAHIA ; La bourse des valeurs de Casablanca, support des opérations de privatisation, in Revue Marocaine de Droit et d'Economie du Développement n°20, 1989.
- A. BENBRIK ; La mobilisation de tous est nécessaire pour tourner la page, in La Vie Economique, 12 Septembre 1997.
- S.BENDIDI ; L'ère de la bourse gagnante à tous les coups est révolue, in La Nouvelle Tribune, Mai 1997.
- O. BENJELLOUNE ; Il faut passer à une économie de financement, in La Vie Economique, 24 Septembre 1995.
- H. BERNOUSSI ; Plus une économie s'ouvre et plus l'origine des investissements se diversifie, in Le temps du Maroc, 19 Septembre 1997.
- H. BOUHEMOU ; Les OPCVM ont démontré leur formidable capacité de collecte de l'épargne, in La Nouvelle Tribune, 02 Janvier 1997.
- E. CHAFAI EL ALAOUI ; Les capacités du marché financier à l'heure de la privatisation, in Vues Economiques n°3, 1993.
- C. DE BOISSEU ; Le destin de la bulle financière, in futuribles n°192, Novembre 1994.
- A. DILAMI ; Cacophonie, in L'Economiste, 27 Février 1997.
- A. DOURI ; La bourse de Casablanca n'est plus atypique, in La Nouvelle Tribune , 01 Mai 1997.

- F. DRISSI ; **Influence des dividendes sur la valeur boursière du titre**, in Gestion et Société n°1, 1978.
- J.M DUBOIS ; **Les bourses du Maghreb : les contraintes de l'émergence**, in Vues Economiques n°6, 1994.
- M. KAMIR ; **Framlington juge la bourse de Casablanca**, in La Vie Economique, 04 juillet 1997.
- A. RAHHOU ; **Le système bancaire marocain et les enjeux de la mondialisation de l'économie**, in Tables Rondes de l'Association des Economistes Marocains n°5, Mai 1997.
- R. ROBERT ; **Le marché des capitaux au Maroc**, in Conjoncture n°755, Mars 1996.
- A. SAAIDI ; **Les bons de privatisation : une nouvelle passerelle vers les actions**, in L'Economiste, 23 Novembre 1995.
- A. SAAIDI ; **Nous avons besoin d'une réforme du processus et de ressources**, in La Vie Economique, 06 Septembre 1996.

ANNEXE N° 1

■ **LA LISTE DES INTERVIEWES**

■ **LA THEMATIQUE**

■ **LE GUIDE D'ENTRETIEN**

LA LISTE DES INTERVIEWES

Noms et Prénoms	Fonctions	Organismes
AL BAKHTI Y.A.	Directeur Général	Maroclear
AMRANI M.O.	Chef de département	C.D.V.M
ANTOUN M.K.	Représentant Régional	Société Financière Internationale
BAILLIART S.	Directeur central	Saga Communication
BAKKAR M.	Directeur Central	SAMIR
BENCHEIKH D.	Secrétaire Général	S.B.V.C
BENJELLOUN Y.	Directeur Général	Casablanca Finance intermédiation
BENMOUSSA M.	Président	A.P.S.B
BENYAHIA J.	Directeur Général	Al Istitmar Chaabi
BOUHEMOU H.	Président	A.S.F.I.M
CHAIBANOU E.	Directeur Général Adjoint	G.P.B.M
EL AYACHI A.	Directeur Adjoint	Bank Al Maghrib
EL FTOUH A.	Directeur de la privatisation	Ministère de la Privatisation
EL MORJANI A.	Directeur Central	Banque Centrale Populaire
ERRAKHMI A.	Directeur Général	Wafa Gestion
FAOUZI A.	Directeur Général	C.D.V.M
JERMOUNI N.	Directeur Général	Attijari Intermédiation
LARAKI A.	Directeur Général	S.B.V.C
MEKOUAR M.	Analyste Financier	Upline securities
RAGHNI A.	Directeur Général	Interfina
RAHHOU A.	Directeur Général Adjoint	Crédit du Maroc
SAULNIERS A.	Conseiller	Ministère de la Privatisation
SKALLI M.	Directeur Général	Casablanca Finance A. Management
SOUAL M.	Directeur Central	CTM/LN
TAARJI B.D.	Directeur Général	Crédit du Maroc Capital
TALBI A.	Directeur Adjoint	D.E.P.P
ZAABOUL F.	Chef de division	Direction du Trésor

LA THÉMATIQUE

1. Quelle est la contribution du marché financier dans le réalisation du processus de privatisation ?

Thème n° 1 : les raisons et les axes de la réforme du marché des valeurs mobilières

1.1. Quels sont les raisons et les axes de la réforme du marché des valeurs mobilières ?

1.1.1. Quelles sont les raisons de la réforme du marché des valeurs mobilières ?

1.1.1.1. Quelle est l'état de la capacité de financement du marché des valeurs mobilières de 1988 à 1992 ?

1.1.1.1.1. Quelle est l'évolution de l'épargne financière ?

1.1.1.1.2. Quelle est la structure de la capitalisation boursière ?

1.1.1.1.3. Quelle est le degré de concentration de la capitalisation boursière ?

1.1.1.2. Quelle est l'état de liquidité du marché boursier de 1988 à 1992 ?

1.1.1.2.1. Quelle est la composition des transactions des titres cotées en bourse ?

1.1.1.2.2. Quelle est la vitesse de circulation des actions cotées ?

1.1.1.2.3. Quelle est le mode de négociation dominant ?

1.1.1.3. Quels sont les facteurs déterminants dans la désorientation des entreprises du marché financier ?

1.1.1.3.1. Quelle est l'influence de l'effet de levier sur la politique de financement de l'entreprise ?

1.1.1.3.2. Quel est l'effet de la fiscalité sur la politique de financement de l'entreprise ?

1.1.1.3.3. Quelle est l'incidence du leasing sur la politique de financement de l'entreprise ?

1.1.1.3.4. Quel est l'impact du capitalisme familial sur l'accessibilité des entreprises au marché financier ?

1.1.1.4. Quels sont les facteurs de désaffection des investisseurs vis-à-vis du marché des valeurs mobilières ?

- 1.1.1.4.1. L'actionnaire, est-il suffisamment rémunéré ?
- 1.1.1.4.2. L'actionnaire, est-il suffisamment informé ?
- 1.1.1.4.3. L'épargnant, connaît-il les mécanismes boursiers ?
- 1.1.1.4.4. Le niveau des cours de la bourse, n'est-il pas élevé pour l'épargnant ?
- 1.1.2. Quels sont les axes de la réformes du marché des valeurs mobilières ?**
- 1.1.2.1. Quelle est la nouvelle structure du marché des valeurs mobilières ?**
- 1.1.2.1.1. Quel est le rôle de la société de la bourse de Casablanca ?
- 1.1.2.1.2. Quel le rôle des sociétés de bourse ?
- 1.1.2.1.3. Quel est le rôle du conseil déontologique des valeurs mobilières ?
- 1.1.2.1.4. Quel est le système de cotation de la bourse ?
- 1.1.2.1.5. Quelle est l'utilité du dépositaire central ?
- 1.1.2.2. Quels sont les nouveaux instruments de mobilisation de l'épargne ?**
- 1.1.2.2.1. Quelle est la mission des organismes de placements collectifs des valeurs mobilières ?
- 1.1.2.2.2. Quelle est le mode de fonctionnement des OPCVM ?
- 1.1.2.2.3. Quels sont les produits commercialisés par les OPCVM ?
- 1.1.2.1.4. Quel est le volume de l'épargne drainée par les OPCVM ?

Thème n° 2 : l'importance des cessions par le marché financier rapport aux autres modes de cession pratiqués

- 1.2. Dans quelles mesures , les cessions par le marché financier contribuent-elles à la réalisation de l'objectif d'émergence d'un actionnariat populaire ?**
- 1.2.1. Quelle est la part de chaque mode de cession dans le programme de privatisation ?**
- 1.2.1.1. Quelle est la part de l'appel d'offre dans le programme de cession ?**
- 1.2.1.1.1 Qu'est-ce qu'on entend par cession par appel d'offre ?
- 1.2.1.1.2. Quel est le nombre d'entreprises privatisables cédées par appel d'offre ?
- 1.2.1.1.3. Quelles sont les recettes procurées par l'appel d'offre ?
- 1.2.1.2. Quelle est la part des cessions par attribution directe dans le programme de cession ?**

- 1.2.1.2.1. Qu'est-ce qu'on entend par cession par attribution directe ?
- 1.2.1.2.2. Quelle est le nombre d'entreprises cédées par attribution directe ?
- 1.2.1.2.3. Quelles sont les recettes procurées par l'attribution directe ?
- 1.2.1.3.** Quelle est la part des cession par le marché financier dans le programme de cession ?
 - 1.2.1.3.1. Qu'est-ce qu'on entend par cession par le marché financier ?
 - 1.2.1.3.2. Quel est le nombre d'entreprises cédées par le marché financier ?
 - 1.2.1.3.3. Quelle est la valeur des recettes procurées par les cessions par le marché financier ?
- 1.2.2.** Quelle est la configuration de l'actionnariat issu du programme de cession ?
 - 1.2.2.1.** Quelle est l'étendue de la participation de l'actionnariat étranger dans les opérations de privatisations ?
 - 1.2.2.1.1. Quel est l'objectif assigné à l'actionnariat étranger ?
 - 1.2.2.1.2. Quelle est la valeur des recettes procurées par l'actionnariat étranger ?
 - 1.2.2.1.3. Quelle est la part de l'actionnariat étranger dans le capital des entreprises privatisées
 - 1.2.2.1.4. Quels sont les modes de cession utilisés pour impliquer l'actionnariat étranger ?
 - 1.2.2.2.** Quelle est l'étendue de la participation de l'actionnariat régional dans les opérations de privatisation ?
 - 1.2.2.2.1. Quel est l'objectif assigné à l'actionnariat régional ?
 - 1.2.2.2.2. Quelle est la valeur des recettes procurées par l'actionnariat régional ?
 - 1.2.2.2.3. Quelle est la part de l'actionnariat régional dans le capital des entreprises privatisées ?
 - 1.2.2.2.4. Quels sont les modes de cession utilisés pour impliquer l'actionnariat régional ?
 - 1.2.2.3.** Quelle est l'étendue de la participation de l'actionnariat national dans les opérations de privatisation ?
 - 1.2.2.3.1. Quel est l'objectif assigné à l'actionnariat national ?
 - 1.2.2.3.2. Quelle est la valeur des recettes procurées par l'actionnariat national ?

1.2.2.3.3. Quelle est la part de l'actionnariat national dans le capital des entreprises privatisées?

1.2.2.3.4. Quels sont les modes de cession utilisés pour impliquer l'actionnariat national ?

1.2.2.4. Quelle est l'étendue de la participation de l'actionnariat salarial dans les opérations de privatisation ?

1.2.2.4.1. Quel est l'objectif assigné à l'actionnariat salarial ?

1.2.2.4.2. Quelle la valeur des recettes procurées par l'actionnariat salarial ?

1.2.2.4.3. Quelle est la part de l'actionnariat salarial dans le capital des entreprises privatisées ?

1.2.2.4.4. Quels sont les modes de cession utilisés ?

1.2.2.5. Quelle est l'étendue de la participation de l'actionnariat populaire dans les opérations de privatisations ?

1.2.2.5.1. Quel est l'objectif assigné à l'actionnariat populaire ?

1.2.2.5.2. Quelle est la valeur des recettes procurées par l'actionnariat populaire ?

1.2.2.5.3. Quelle est la part de l'actionnariat populaire dans le capital social des entreprises privatisées ?

1.2.2.5.4. Quels sont les modes de cessions utilisés pour impliquer l'actionnariat populaire ?

2. Quel est l'impact des opérations de cession par le marché financier sur la BVC ?

Thème n° 3 : La procédure de fixation du prix de cession des entreprises privatisables

2.1. Quelle est la procédure de fixation du prix de cession des entreprises privatisables ?

2.1.1. Quels sont les pouvoirs des organes chargés de la privatisation dans la fixation du prix de cession ? .

2.1.1.1. Quels sont les pouvoirs du ministre chargé de la privatisation ?

2.1.1.1.1. Quelle est la mission du ministre chargé de la privatisation ?

- 2.1.1.1.2 Quelles sont les attributions du ministre chargé de la privatisation ?
- 2.1.1.2. Quels sont les pouvoirs de la commission des transferts ?
 - 2.1.1.2.1. Quelle est la mission de la commission des transferts ?
 - 2.1.1.2.2. Quelles sont les attributions de la commission des transferts ?
- 2.1.1.3. Quels sont les pouvoirs de l'organisme d'évaluation ?
 - 2.1.1.3.1. Quelle est la mission de l'organisme d'évaluation ?
 - 2.1.1.3.2. Quelles sont les attributions de l'organisme d'évaluation ?
- 2.1.2. Quel est le rôle des cabinets d'expertise dans la procédure de détermination du prix de cession des entreprises privatisables ?
 - 2.1.2.1. Pourquoi l'évaluation des entreprises privatisables doit-elle être systématique ?
 - 2.1.2.2. Quelles sont les méthodes d'évaluation préconisées par la loi ?
 - 2.1.2.3. Quelles sont les difficultés rencontrées lors de l'évaluation des entreprises privatisables ?

<p>Thème n° 4 : le comportement financier des entreprises privatisées cotées en bourse</p>

- 2.2. Quel est le comportement financier des entreprises privatisées cotées en bourse de 1993 à 1996 ?
 - 2.2.1. Quel est le comportement financier des entreprises privatisées dans le marché primaire ?
 - 2.2.1.1. Quelle est l'évolution des introductions en bourse des entreprises privatisées ?
 - 2.2.1.1.1. Quelle est l'évolution générale des introductions en bourse des entreprises privatisées ?
 - 2.2.1.1.2. Quelle est l'évolution des introductions en bourse des entreprises privatisées par type de valeur et par compartiment ?
 - 2.2.1.2. Quelle est l'évolution des augmentations de capital en numéraire des entreprises privatisées cotées en bourse ?
 - 2.2.1.2.1. Quelle est l'évolution générale des augmentations de capital ?
 - 2.2.1.2.2. Quelle est l'évolution des augmentations de capital par type de valeur et par compartiment ?

2.2.1.3. Quelle est la procédure utilisée pour la cession des actions des entreprises privatisées?

2.2.1.3.1. En quoi consiste cette procédure ?

2.2.1.3.2. Quels sont le pourcentage du capital et la quantité de titres mis en bourse ?

2.2.1.3.3. Quel est l'indice de la satisfaction de la demande ?

2.2.2. Quel est le comportement des entreprises privatisées dans le marché secondaire ?

2.2.2.1. Quelle est l'évolution de la vitesse de circulation des actions des entreprises privatisées

2.2.2.1.1. Quelle est l'évolution des transactions relatives aux actions des entreprises privatisées ?

2.2.2.1.2. Quelle est l'évolution de la capitalisation boursière relative aux actions des entreprises privatisées ?

2.2.2.2. Quel est le mode prédominant de négociation des actions des entreprises privatisées ?

2.2.2.2.1. Quelle est l'évolution des transactions par le marché officiel des actions des entreprises privatisées ?

2.2.2.2.2. Quelle est l'évolution des transactions hors bourse des actions des entreprises privatisées ?

3. Les perspectives de développement de la BVC.

Thème n° 5 : l'avenir de la bourse de Casablanca

3.1. Quel est l'avenir de la bourse de Casablanca?

3.1.1. Quel devrait être le contenu d'une politique de communication incitant les entreprises et les ménages à s'adresser à la bourse ?

3.1.2. Quelles sont les actions à entreprendre pour amener les entreprises à être performantes et transparentes ?

3.1.3. Est-ce que la réforme de la société anonyme est en mesure de favoriser l'augmentation du nombre de sociétés cotées en bourse ?

- 3.1.4. Quelles sont les possibilités pour développer et canaliser l'épargne populaire vers la bourse de Casablanca ?
- 3.1.5. Quelles sont les chances de naissance d'un second marché au Maroc ?
- 3.1.6. Quelles sont les mesures à prendre pour attirer davantage les fonds d'investissements étrangers vers la bourse de Casablanca ?
- 3.1.7. Que faut-il faire pour que la bourse de Casablanca tire le meilleur profit du programme de privatisation ?
- 3.1.8. Quelles sont les autres actions à entreprendre pour prendre une réelle avance par rapport aux autres places financières émergentes ?

LE GUIDE D'ENTRETIEN

Dans le cadre du cycle Supérieur de gestion de l'ISCAE, je mène un travail de recherche sur la bourse et les privatisations au Maroc. Je cherche notamment à cerner l'interaction entre le processus de privatisation et le marché des valeurs mobilières. Je vous ai retenu dans mon échantillon car vous êtes l'une des compétences reconnues dans ce domaine.

Avec votre accord, je vais être amené à prendre des notes pour avoir une synoptique de notre entretien. Je vais être amené, également, à enregistrer cet entretien pour, non seulement, ne pas déformer vos propos mais aussi pour ne rien perdre de leur contenu. Il est entendu que vous pouvez à tout moment arrêter l'enregistrement. Je mets à votre disposition la cassette tout de suite après son exploitation et je m'engage à garantir, bien sûr, la confidentialité de cet entretien.

Si vous avez éventuellement des questions, je suis disposé à y répondre à la fin de l'entretien afin de ne pas biaiser celui-ci.

Ma première question est la suivante :

1- Que pensez vous du déroulement du processus de privatisation ?

1-1 Quels sont, d'après-vous, les apports du processus de privatisation ?

1-2 Quelles sont les difficultés posées par l'audit et l'évaluation des entreprises privatisées ?

1-3 Quelles sont les problèmes posés par le transfert des entreprises privatisées au secteur privée ?

2- Quelle a été, d'après-vous, l'impact des opérations de privatisation sur l'évolution de la bourse de Casablanca ?

2-1 Que pensez-vous des performances des entreprises privatisées sur le plan des transactions boursières ?

2-2 Que pensez-vous des performances des entreprises privatisées sur le plan de la capitalisation boursière ?

2-3 Quelles sont vos appréciations sur les introductions en bourse et les augmentations de capital induites par le processus de privatisation ?

3- Quelle est, d'après-vous, la contribution de la bourse de Casablanca dans la réalisation du processus de privatisation ?

3-1 Que pensez-vous de la structure actuelle des cessions réalisées : appel d'offres (39%), marché financier (35%) et attribution directe (26%) ?

3-2 Pourquoi la privatisation par le marché financier n'est-elle pas systématisée à la majorité des entreprises privatisables ?

3-3 Quelle est la contribution des privatisations par le marché financier dans la diversification de l'actionnariat au Maroc ?

3-4 Quel bilan faites-vous de l'opération « bons de privatisation » ?

3-5 Certaines sociétés privatisées sont cotées en bourse alors que leur noyau dur n'est pas encore formé. Que pensez-vous de cela ?

4- Quelles sont, d'après-vous, les actions à entreprendre pour développer davantage la bourse de Casablanca?

4-1 Les instruments de contrôle du marché des valeurs mobilières, vous paraissent-ils suffisants ?

4-2 Quel devrait être le contenu d'une politique de communication incitant les entreprises et les ménages à s'adresser à la bourse ?

4-3 Quel est le rôle des sociétés de bourse dans le développement de la bourse de Casablanca ?

4-4 Quelles sont les possibilités pour améliorer l'évolution des OPCVM ?

4-5 Quelles sont les chances de naissance et de développement d'un second marché adapté aux entreprises de taille modeste?

4-6 Quelles sont les mesures à prendre pour attirer davantage les fonds d'investissements étrangers vers la bourse de Casablanca ?

4-7 Dans quelles mesures la réforme de la société anonyme contribue au développement de la bourse de Casablanca ?

ANNEXE N° 2

■ DAHIR PORTANT LOI N° 1-93-211 DU 21 SEPTEMBRE 1993 RELATIF A LA BOURSE DES VALEURS MODIFIE ET COMPLETE PAR LA LOI N° 34-96

■ ARRETES D'APPLICATION DU DAHIR PORTANT LOI N° 1-93-211 DU 21 SEPTEMBRE 1993 RELATIF A LA BOURSE DES VALEURS

SOMMAIRE

DAHIR PORTANT LOI N° 1-93-211 DU 21 SEPTEMBRE 1993 RELATIF A LA BOURSE DES VALEURS MODIFIE ET COMPLETE PAR LA LOI N° 34-96	4
TITRE PREMIER : DEFINITIONS	5
TITRE II : DE LA BOURSE DES VALEURS	7
CHAPITRE PREMIER : ORGANISATION DE LA BOURSE DES VALEURS	7
CHAPITRE II : INSCRIPTION A LA COTE	9
CHAPITRE III : RADIATION	11
CHAPITRE IV : TRANSACTIONS	11
CHAPITRE V : ENREGISTREMENT ET CONSIGNATION DES TRANSACTIONS	12
CHAPITRE VI : COMPENSATION ET LIVRAISON	14
TITRE III : DES SOCIETES DE BOURSES	15
CHAPITRE PREMIER : CONDITIONS D'EXERCICE	15
CHAPITRE II : CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS DE BOURSE	18
TITRE IV : DE LA PROTECTION DE LA CLIENTELE	18
CHAPITRE PREMIER : INTERDICTIONS	18
CHAPITRE II : DISPOSITIONS PRUDENTIELLES	19
CHAPITRE III : FONDS DE GARANTIE	20
CHAPITRE IV : DISPOSITIONS DIVERSES	21
TITRE V : DES SANCTIONS	21
CHAPITRE PREMIER : SANCTIONS DISCIPLINAIRES	21
CHAPITRE II : SANCTIONS PÉNALES	23
TITRE VI : DISPOSITIONS DIVERSES ET TRANSITOIRES	24
CHAPITRE PREMIER : DISPOSITIONS FISCALES	24
CHAPITRE II : ORGANISATION PROFESSIONNELLE	25
CHAPITRE III : DISPOSITIONS TRANSITOIRES	25
ARRETES D'APPLICATION DU DAHIR PORTANT LOI N° 1-93-211 DU 21 SEPTEMBRE 1993 RELATIF A LA BOURSE DES VALEURS	27
ARRÊTÉ DU MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS N° 3826-94 DU 14 NOVEMBRE 1994 FIXANT LE CAPITAL SOCIAL MINIMUM DE LA SOCIÉTÉ GESTIONNAIRE DE LA BOURSE DES VALEURS	28
ARRÊTÉ DU MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS N° 3827-94 DU 14 NOVEMBRE 1994 FIXANT LE MONTANT MINIMUM DU CAPITAL DES SOCIÉTÉS DE BOURSE	29
ARRÊTÉ DU MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTÉRIEURS N° 1648-95 DU 14 JUIN 1995 FIXANT LE SEUIL DE VARIATION À LA HAUSSE OU À LA BAISSSE DU COURS D'UNE VALEUR MOBILIÈRE PENDANT UNE MÊME SÉANCE DE BOURSE	30
ARRÊTÉ DU MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTÉRIEURS N° 1649-95 DU 14 JUIN 1995 FIXANT LA MARGE SUR OPÉRATIONS DE CONTREPARTIE RÉALISÉES HORS SÉANCE DE BOURSE	31

ARRÊTÉ DU MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTÉRIEURS N° 2820-95
DU (15 JANVIER 1996) FIXANT LE TAUX MAXIMUM DE LA COMMISSION DE COURTAGE
PERÇUE PAR LES SOCIÉTÉS DE BOURSE32

ARRÊTÉ DU MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTÉRIEURS N° 2821-95
DU 24 CHAABANE 1416 (15 JANVIER 1996) FIXANT LE TAUX MAXIMUM DE LA COMMISSION
PERÇUE PAR LA SOCIÉTÉ GESTIONNAIRE DE LA BOURSE DES VALEURS33

ARRÊTÉ DU MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTÉRIEURS N° 1727-96
DU 11 RAMADAN 1417 (20 JANVIER 1997) FIXANT LES PROPORTIONS DEVANT ÊTRE
RESPECTÉES PAR LES SOCIÉTÉS DE BOURSE ENTRE LES FONDS PROPRES ET LE
MONTANT DE LEURS ENGAGEMENTS.....34

ARRÊTÉ DU MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTÉRIEURS N° 1728-96
DU 11 RAMADAN 1417 (20 JANVIER 1997) FIXANT LES PROPORTIONS DEVANT ÊTRE
RESPECTÉES PAR LES SOCIÉTÉS DE BOURSE ENTRE CERTAINS ÉLÉMENTS DU PASSIF ET
CERTAINS ÉLÉMENTS DE L'ACTIF.36

ARRÊTÉ DU MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTÉRIEURS N° 1729-96
DU 11 RAMADAN 1417 (20 JANVIER 1997) FIXANT LES PROPORTIONS ENTRE LES FONDS
PROPRES MINIMAUX DES SOCIÉTÉS DE BOURSE ET LEUR CAPITAL SOCIAL.....37

ARRÊTÉ DU MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTÉRIEURS N° 1730-96
DU 11 RAMADAN 1417 (20 JANVIER 1997) FIXANT LES PROPORTIONS DEVANT ÊTRE
RESPECTÉES PAR LES SOCIÉTÉS DE BOURSE ENTRE LEURS FONDS PROPRES ET LE
MONTANT DES RISQUES ENCOURUS SUR LES TITRES ÉMIS PAR UN ÉMETTEUR OU PAR UN
MÊME GROUPE D'ÉMETTEURS.....38

**DAHIR PORTANT LOI N° 1-93-211 DU 21
SEPTEMBRE 1993 RELATIF A LA BOURSE
DES VALEURS MODIFIE ET COMPLETE
PAR LA LOI N° 34-96**

TITRE PREMIER : DEFINITIONS

Article premier : La Bourse des valeurs est un marché réglementé par le présent dahir portant loi et les textes pris pour son application, sur lequel sont publiquement négociées les valeurs mobilières.

Le marché de la Bourse des valeurs comprend un marché central sur lequel sont confrontés l'ensemble des ordres de vente ou d'achat pour une valeur mobilière inscrite à la cote de la Bourse des valeurs et un marché de blocs sur lequel peuvent être négociées par entente directe les opérations sur des valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs et qui portent sur des quantités supérieures ou égales à la taille minimum de bloc calculée conformément au 3°) de l'article 4 ci-dessous.

Les négociations de blocs sont réalisées dans les conditions prévues à l'article 19 ter ci-dessus.

La cote de la Bourse des valeurs regroupe l'ensemble des valeurs mobilières admises à la négociation en bourse par la société gestionnaire. Elle est composée de deux compartiments distincts: le premier et le deuxième compartiment. Les conditions d'admission à chacun des deux compartiments sont définies à l'article 14.

Article 2 : Sont considérées comme valeurs mobilières, les titres émis par des personnes morales publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou par tradition, et qui confèrent, par catégorie, des droits identiques de propriété ou de créance générale sur le patrimoine de la personne morale qui les émet.

Sont assimilées à des valeurs mobilières, les parts de fonds communs de placement prévus par le dahir portant loi n° 1-93-213 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) relatif aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

Article 3 : Sont considérés comme titres de capital toutes les catégories d'actions formant le capital d'une société ainsi que toutes autres valeurs émanant de ces actions sous une quelconque forme ou appellation et conférant un droit de propriété sur le patrimoine de la société.

Sont considérés comme titres de créance toutes les catégories de titres représentatifs d'emprunts obligataires.

Article 4 : Pour l'application du présent dahir portant loi, on entend par :

1°) opérations ou transactions sur des valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs: les opérations ou transactions sur des valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs effectuées sur le territoire marocain ;

2°) contrepartie : l'achat ou la vente de valeurs mobilières par les sociétés de bourse pour leur propre compte ;

3°) bloc de titres : un nombre de titres excédant les quantités de titres habituellement négociées en bourse pour une valeur donnée. La taille minimum de bloc est calculée périodiquement par la société gestionnaire visée à l'article 7 ci-dessous, pour chaque valeur inscrite à la cote de la Bourse des valeurs, en fonction de la liquidité du marché de la valeur et des quantités échangées de ladite valeur, selon les modalités prévues par le règlement général visé à l'article 7 bis ci-dessous ;

4°) négociation de bloc: une négociation portant sur une quantité de titres supérieure ou égale à la taille minimum de bloc , telle que visée au 3°) ci-dessus pour une valeur donnée ;

5°) transfert direct: tout transfert de propriété d'une valeur mobilière inscrite à la cote de la Bourse des valeurs, n'impliquant pas de compensation pécuniaire ou de quelque autre nature que ce soit et qui intervient entre conjoints, ascendants et descendants directs au premier et second degré, ainsi que suite à une succession ou un leg ;

6°) dénouement d'une transaction : le règlement des espèces et la livraison des titres simultanés et corrélatifs, afférents à cette transaction ;

7°) jour de dénouement théorique : le jour où doit être effectué le dénouement, ce jour étant fixé à compter de la date de transaction conformément aux règles et procédures précisées dans le règlement général visé à l'article 7 bis ci-dessous ;

8°) position nette : le solde découlant de la compensation des ordres d'achat et de vente portant sur une même valeur ;

9°) position nette en suspens : position nette non dénouée à la date du jour de dénouement théorique;

10°) jour de dénouement effectif : le jour où s'effectue le règlement des espèces et la livraison des titres afférents à la transaction. Ce jour peut, soit correspondre au jour de dénouement théorique, soit y être postérieur ;

11°) établissement affilié : un établissement affilié au Dépositaire central crée par la loi n° 35-96 ;

12°) globalisation : l'addition de plusieurs ordres de bourse ayant les mêmes caractéristiques et portant sur une même valeur, reçus de la part d'un ou plusieurs clients, aux fins de ne présenter sur le marché de la Bourse des valeurs qu'un seul ordre portant sur une quantité égale à la somme des quantités de tous ces ordres ;

13°) compensation : l'opération consistant à compenser les ordres d'achats et de ventes portant sur une même valeur aux fins de ne présenter sur le marché de la Bourse des valeurs que la position nette;

14°) cours de référence : le cours de clôture de la dernière séance de cotation d'une valeur. Toutefois si des modifications significatives interviennent dans la situation économique de l'émetteur depuis la dernière cotation, la société gestionnaire fixe le cours de référence après estimation par le marché. Pour les droits de souscription et d'attribution, le cours de référence est déterminé par rapport au cours de référence du titre duquel a été détaché le droit et du prix d'émission ou de la valeur nominale des titres attribués ou à souscrire.

Article 5 : On entend par démarchage l'activité de la personne qui se rend habituellement à la résidence de personnes, sur leurs lieux de travail ou dans les lieux publics ou qui utilise de façon habituelle des communications téléphoniques, des lettres ou des publications soit pour proposer l'acquisition ou l'aliénation de valeurs ou une participation à des opérations sur valeurs, soit pour offrir des services ou donner des conseils en vue des mêmes fins.

Article 6 : On entend par donneur d'ordre toute personne physique ou morale qui donne à une société de bourse un ordre d'achat ou de vente portant sur des valeurs mobilières.

TITRE II : DE LA BOURSE DES VALEURS

Chapitre premier : Organisation de la Bourse des valeurs

Article 7 : Il sera institué une société anonyme à laquelle sera concédée la gestion de la Bourse des valeurs, en application d'un cahier des charges approuvé par le ministre chargé des finances.

Ce cahier des charges définit notamment les obligations afférentes au fonctionnement de la Bourse des valeurs, à l'enregistrement et à la publicité des transactions ainsi qu'aux règles déontologiques devant être respectées par le personnel de la société concessionnaire.

La société concessionnaire est dénommée ci-après société gestionnaire .

Article 7 bis : Un règlement général élaboré par la société gestionnaire et approuvé par arrêté du Ministre chargé des finances, après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières, précise les règles régissant la Bourse des valeurs, notamment :

- les règles relatives à l'inscription à la cote des valeurs mobilières et à leur radiation, conformément aux dispositions de la présente loi ;
- les règles et procédures relatives au fonctionnement du marché, conformément aux dispositions de la présente loi ;
- les règles applicables au contrôle des sociétés de bourse conformément à la législation en vigueur ;
- les règles relatives au contrôle des personnes placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des sociétés de bourse ou de la société gestionnaire, conformément à la législation en vigueur ;
- les règles relatives aux modalités d'application et de mise en jeu de la garantie visée au 2^{ème} alinéa de l'article 33 ci-dessous ainsi que les modalités de constitution, de gestion et d'utilisation des dépôts de garantie prévus au 3^{ème} alinéa du même article ;
- les modalités relatives à l'indemnisation, par le fonds de garantie visé au chapitre III du titre IV de la présente loi des clients des sociétés de bourse mises en liquidation ;
- les documents que les sociétés de bourse sont tenues de communiquer à la société gestionnaire ;
- les documents pouvant être demandés par la société gestionnaire aux émetteurs.

Article 8 : Le capital de la société gestionnaire est souscrit dans son intégralité par les sociétés de bourse agréées. Il est détenu à tout moment à parts égales par l'ensemble des sociétés de bourse.

En cas de retrait d'une société de bourse pour quelque cause que ce soit, sa quote-part dans le capital de la société gestionnaire est obligatoirement rachetée à parts égales par les autres sociétés de bourse.

En cas d'agrément d'une nouvelle société de bourse, le capital de la société gestionnaire est augmenté du montant de l'apport effectué par ladite société de bourse.

Les actions de la société gestionnaire sont souscrites ou rachetées à un prix déterminé par le conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 9 : Le montant du capital minimum de la société gestionnaire est fixé par le ministre chargé des finances, après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières institué par le dahir portant loi n° 1-93-212 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne.

Les apports doivent être effectués intégralement en numéraire au moment de la souscription du capital de la société.

Article 10 : Le projet de statuts de la société gestionnaire ainsi que leurs modifications sont approuvés par le ministre chargé des finances après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières.

La désignation des administrateurs de la société gestionnaire est soumise à l'approbation du ministre chargé des finances qui peut les démettre de leur mandat, sur rapport motivé du commissaire du gouvernement ou du Conseil déontologique des valeurs mobilières, et pourvoir à leur remplacement dans l'attente de l'élection de nouveaux administrateurs.

Article 11 : Outre ses obligations relatives à la gestion de la Bourse, telles qu'elles sont stipulées dans le cahier des charges mentionné à l'article 7 du présent dahir portant loi, la société gestionnaire a pour mission :

- de prononcer l'introduction des valeurs mobilières à la cote de la Bourse des valeurs et leur radiation ;
- de veiller à la conformité des opérations effectuées par les sociétés de bourse au regard des lois et règlements applicables à ces opérations.

Elle doit en outre porter à la connaissance du conseil déontologique des valeurs mobilières toute infraction qu'elle aura relevée dans l'exercice de sa mission.

Article 12 : La société gestionnaire peut également suspendre la cotation d'une ou de plusieurs valeurs mobilières pendant une durée déterminée lorsque les cours de celles-ci connaissent pendant une même séance de bourse une variation, à la hausse ou à la baisse, excédant un seuil fixé par le ministre chargé des finances. Ce seuil ne peut excéder 10% du cours de référence de la valeur concernée.

La cotation peut également être suspendue par la société gestionnaire à la demande du conseil déontologique des valeurs mobilières lorsque celui-ci dispose d'informations de nature à influencer de manière significative sur les cours et devant être portées à la connaissance du public.

La suspension et la reprise de la cotation font l'objet d'un avis motivé qui est affiché à la Bourse des valeurs et publié par la société gestionnaire.

Article 12 bis : Lorsque la Société gestionnaire considère que les agissements d'une société de bourse sont de nature à mettre gravement en cause la sécurité ou l'intégrité du marché, elle peut suspendre momentanément l'accès de la société de bourse au marché, alerter le conseil déontologique des valeurs mobilières et informer l'Association professionnelle des sociétés de bourse visée à l'article 82 ci-dessous.

Le conseil déontologique des valeurs mobilières statue dans un délai de deux jours de bourse sur la suspension prononcée par la société gestionnaire.

Article 12 ter : La société gestionnaire est habilitée à prendre toutes dispositions utiles à la sécurité du marché et à intervenir à ce titre tant auprès des sociétés de bourse qu'auprès des opérateurs. Elle peut en particulier limiter les positions d'un opérateur sur un titre donné, si la situation du marché sur ce titre l'exige. Elle motive ses décisions dont elle informe immédiatement le conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 12 quater : La société gestionnaire peut annuler un cours coté et en conséquence l'ensemble des transactions effectuées à ce cours. Elle peut également annuler une transaction.

Les annulations prévues au précédent alinéa interviennent :

- soit à la demande d'une société de bourse ayant commis une erreur de transmission d'ordre, lorsque sa bonne foi est fondée. Cette annulation ne peut intervenir qu'avec l'accord de l'ensemble des sociétés de bourse contrepartistes ;
- soit à l'initiative de la société gestionnaire, suite à un incident technique ou à une erreur de la société gestionnaire dans les paramètres de cotation.

Les modalités des annulations des transactions prévues ci-dessus sont précisées dans le règlement général visé à l'article 7 bis ci-dessus.

Toute annulation est publiée au bulletin de la cote par la société gestionnaire.

Les sociétés de bourse ne se trouvant pas à l'origine de l'annulation d'une transaction sont dégagées de toute responsabilité vis à vis de leurs clients en ce qui concerne les conséquences éventuelles de ladite annulation.

Article 13 : La société gestionnaire n'est pas soumise aux dispositions du dahir n° 1-59-271 du 17 chaoual 1379 (14 avril 1960) organisant le contrôle financier de l'Etat sur les offices, établissements publics et sociétés concessionnaires ainsi que sur les sociétés et organismes bénéficiant du concours financier de l'Etat ou de collectivités publiques.

Un commissaire du gouvernement, nommé par le ministre chargé des finances, est placé auprès de la société gestionnaire. Il est chargé de veiller au respect, par cette société, des dispositions de ses statuts et du cahier des charges mentionné à l'article 7 du présent dahir portant loi.

Le commissaire du gouvernement est convoqué à toutes les séances du conseil d'administration de la société gestionnaire ou des comités qui en émanent. Il peut, dans les sept jours d'une délibération de ces instances, provoquer une seconde délibération. Il reçoit communication des ordres du jour, procès-verbaux, rapports et dossiers destinés à être communiqués aux administrateurs.

Chapitre II : Inscription à la cote

Article 14 : Seuls peuvent être inscrits au premier compartiment de la cote de la Bourse des valeurs :

1. les titres de capital négociables émis par une personne morale répondant aux conditions suivantes:

* avoir un capital libéré d'au moins 15 millions de dirhams.

Ce montant minimum peut être augmenté, sur proposition de la société gestionnaire, et après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières, par le ministre chargé des finances ;

* avoir établi et fait certifier les comptes annuels des trois exercices précédant la demande d'admission à la cote. Cette certification est effectuée par le ou les commissaires aux comptes lorsqu'il s'agit d'une société anonyme et, lorsqu'il s'agit d'une société en commandite par actions, par un expert comptable inscrit à l'ordre des experts comptables ;

* diffuser dans le public au moins 20% des actions représentant son capital social au plus tard le jour de l'introduction en bourse.

Ce pourcentage minimum peut être augmenté, sur proposition de la société gestionnaire, et après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières, par le ministre chargé des finances.

2. les titres de créance négociables représentatifs d'émissions répondant aux conditions suivantes:

- * porter sur un montant minimum de 20 millions de dirhams. Ce montant minimum peut être augmenté, sur proposition de la société gestionnaire, et après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières, par le ministre chargé des finances ;
- * émaner d'une personne morale dont les comptes annuels des trois derniers exercices sont certifiés par le ou les commissaires aux comptes, lorsqu'il s'agit d'une société anonyme et, lorsqu'il s'agit d'une société en commandite par actions ou d'un établissement public, par un expert comptable inscrit à l'ordre des experts comptables .

Sont cependant inscrites d'office au premier compartiment de la cote de la Bourse des valeurs les titres de créance émis ou garantis par l'Etat à l'exception des obligations amortissables par tirage au sort de numéros.

Seuls peuvent être inscrits au deuxième compartiment de la cote de la Bourse des valeurs :

1. Les titres de capital négociables émis par une personne morale répondant aux conditions suivantes:

- * avoir un capital libéré d'au moins 10 millions de dirhams. Ce montant minimum peut être augmenté, sur proposition de la société gestionnaire et après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières, par le ministre chargé des finances ;
- * avoir établi et fait certifier les comptes annuels des trois derniers exercices précédant la demande d'admission à la cote. Cette certification est effectuée par le ou les commissaires aux comptes lorsqu'il s'agit d'une société anonyme et, lorsqu'il s'agit d'une société en commandite par actions, par un expert comptable inscrit à l'ordre des experts comptables ;
- * diffuser dans le public au plus tard le jour de l'introduction en bourse au moins 15% des actions représentant son capital social. Ce montant minimum peut être augmenté, sur proposition de la société gestionnaire et après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières, par le ministre chargé des finances.

2. Les titres de créance négociables représentatifs d'émissions répondant aux conditions suivantes:

- * porter sur un montant minimum de 10 millions de dirhams. Ce montant peut être augmenté, sur proposition de la société gestionnaire, et après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières, par le ministre chargé des finances ;
- * émaner d'une personne morale dont les comptes annuels des trois derniers exercices ont été certifiés par le ou les commissaires aux comptes lorsqu'il s'agit d'une société anonyme et, lorsqu'il s'agit d'une société en commandite par actions, par un expert comptable inscrit à l'ordre des experts comptables.

Sous réserve des dispositions ci-dessus, la société gestionnaire prononce l'inscription des valeurs mobilières à l'un ou l'autre des deux compartiments de la cote de la Bourse des valeurs, selon des règles et des modalités précisées dans le règlement général visé à l'article 7 bis ci-dessus. Tout refus d'inscription à l'un ou l'autre des deux compartiments de la cote de la Bourse des valeurs doit être dûment motivé par la société gestionnaire.

Article 15 : Les valeurs mobilières émises par des personnes morales n'ayant pas leur siège social au Maroc peuvent être inscrites à la cote de la Bourse des valeurs, sous réserve de l'accord préalable du ministre chargé des finances.

Chapitre III : Radiation

Article 16 : La radiation des valeurs inscrites à la cote de la Bourse des valeurs peut intervenir à la demande de la personne morale concernée ou à l'initiative de la société gestionnaire.

Les éléments pris en considération pour motiver la décision de radiation sont :

- le respect des conditions prévues à l'article 14 du présent dahir portant loi ;
- la moyenne quotidienne des transactions exprimée en dirhams et en titres ainsi que le nombre de jours de bourse où les titres ont fait l'objet d'une cotation ;
- la mise en paiement de dividendes pendant les trois derniers exercices.

Article 17 : La radiation des valeurs inscrites à la cote de la Bourse des valeurs peut également être prononcée par la société gestionnaire, à la demande du conseil déontologique des valeurs mobilières notamment lorsque la personne morale concernée ne respecte pas les dispositions du dahir portant loi n° 1-93-212 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) relatif au conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne et des textes pris pour son application.

Article 17 bis : Sous réserve des dispositions des articles 16 et 17 ci-dessus, la société gestionnaire prononce la radiation des valeurs mobilières de l'un ou l'autre des compartiments de la cote de la Bourse des valeurs, selon des règles et des modalités précisées dans le règlement général visé à l'article 7 bis ci-dessus. Toute radiation de l'un ou l'autre des deux compartiments de la cote de la Bourse des valeurs doit être dûment motivée par la société gestionnaire.

Chapitre IV : Transactions

Article 18 : Les transactions sur les valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs ainsi que leur cotation ne peuvent s'opérer qu'à la Bourse des valeurs et par l'entremise des sociétés de bourse.

Article 19 : Les ordres de la clientèle doivent comporter toutes les précisions nécessaires à leur bonne exécution et notamment le type de l'ordre, la nature achat ou vente, de l'opération et la désignation des valeurs sur lesquelles portent les transactions.

Ils doivent être horodatés dès leur réception par les sociétés de bourse qui doivent les transmettre à la société gestionnaire avec diligence.

Article 19 bis : Tous les ordres de bourse portant sur une même valeur et sur une quantité inférieure à la taille minimum de bloc telle que visée au 3°) de l'article 4 ci-dessus, doivent être présentés par les sociétés de bourse pour confrontation sur le marché central.

Article 19 ter : Tous les ordres de bourse portant sur une même valeur et sur une quantité égale ou supérieure à la taille minimum de bloc telle que visée au 3°) de l'article 4 ci-dessus peuvent, dans les conditions prévues par le règlement général visé à l'article 7 bis ci-dessus, soit être transmis au marché central, soit faire l'objet de négociations de bloc sur le marché de blocs.

Les négociations de blocs sont faites par entente directe à un cours reproduisant les conditions d'exécution en vigueur sur le marché central pour la valeur concernée. Le règlement général visé à l'article 7 bis ci-dessus précise les modalités d'application du présent alinéa .

Les transactions consécutives aux négociations de blocs doivent être déclarées immédiatement par la ou les société(s) de bourse concernée(s) à la société gestionnaire qui les enregistre.

Article 19 quater : En cas d'absence de déclaration de l'une des sociétés de bourse concernées, la transaction de bloc est réputée ne pas avoir eu lieu.

Article 19 quinquies : Toute globalisation ou compensation des ordres de bourse est formellement interdite à l'exception toutefois des ordres portant sur un même droit et assortis d'une même indication de prix qui peuvent être globalisés.

Article 20 : Les transactions sont confirmées dans les 24 heures par la société gestionnaire aux sociétés de bourse concernées.

Article 23 : Lorsqu'il s'agit d'effectuer une transaction sur une valeur à revenu fixe, il n'est pas tenu compte du coupon fixant le montant de l'intérêt à percevoir, dès qu'est échue la date dudit coupon.

Lorsqu'il s'agit d'effectuer une transaction sur une valeur à revenu variable, il n'est pas tenu compte du dividende à percevoir, à compter de la date à laquelle doit intervenir le paiement dudit dividende.

Article 24 : Les dates de détachement des coupons des valeurs à revenu variable sont fixées par annonce publiée par la société gestionnaire aux frais de la société concernée et ce, au moins deux séances de bourse avant leur détachement.

Article 25 : Tout coupon détaché indûment par le vendeur doit être remis ou remboursé à l'acheteur pour son montant.

Article 26 : Les ordres donnés sur des titres auxquels sont attachés des droits ou des obligations particulières sont annulés d'office à partir du jour où ces avantages ou obligations particulières ne sont plus attachés audits titres.

Article 27 : Les transactions effectuées par l'entremise des sociétés de bourse donnent lieu au paiement de commissions par le vendeur et l'acheteur au profit de la société gestionnaire. Le niveau de ces commissions ne peut dépasser un seuil maximum fixé par le ministre chargé des finances, sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 28 : Les sociétés de bourse sont dispensées du paiement de la commission prévue à l'article 27 du présent dahir portant loi, pour les opérations au titre desquelles elles se sont portées contrepartie.

Chapitre V : Enregistrement et consignation des transactions

Article 29 : les transactions concernant les valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs et portant sur des volumes de titres inférieurs à la taille minimum de bloc visée au 3°) de l'article 4 ci-dessus, sont immédiatement enregistrées par la société gestionnaire.

Ces transactions sont consignées par les sociétés de bourse dans des répertoires indiquant notamment le type de l'ordre, la nature de l'opération, l'identité du donneur d'ordre, les valeurs négociées, leur nombre et leur prix unitaire.

Article 30 : Les transactions concernant les valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs et portant sur des volumes de titres supérieurs ou égaux à la taille minimum de bloc visée au 3°) alinéa de l'article 4 ci-dessus, sont immédiatement enregistrées par la société gestionnaire.

Les informations concernant ces transactions, notamment la nature, la quantité et le cours des valeurs concernées, sont publiées par la société gestionnaire dans les conditions fixées par le règlement général visé à l'article 7 bis ci-dessus.

La consignation des informations visées à l'alinéa précédent est effectuée par les sociétés de bourse dans un registre spécial qui comporte également l'identité du donneur d'ordre.

Article 30 bis : les opérations de contrepartie doivent être consignées par les sociétés de bourse dans un registre spécialement ouvert par elle à cet effet, comportant notamment l'identité du donneur d'ordre, les valeurs négociées, leur nombre, et leur prix unitaire.

Article 31 : Sous réserve des dispositions de l'article 32 de la présente loi, les transferts directs des valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs, tels que définis au 5°) de l'article 4 ci-dessus, doivent être déclarés à l'établissement affilié concerné ou à la société de bourse par le donateur et par le bénéficiaire du transfert dans un délai de 60 jours suivant la date dudit transfert.

Les sociétés de bourse consignent ces transferts directs dans un registre spécial comprenant notamment l'identité du bénéficiaire du transfert et de la personne qui a transféré les valeurs mobilières concernées, ainsi que leur quantité.

Les sociétés de bourse déclarent dans un délai de 5 jours ouvrables courant à compter de la date de la déclaration visée au premier alinéa ci-dessus lesdits transferts directs à la société gestionnaire qui les consigne dans un registre spécial comprenant notamment la date du transfert direct, les valeurs concernées et leur quantité.

Les transferts directs entre ascendants et descendants directs au premier et au second degré donnent lieu au paiement par le donateur ou par le bénéficiaire dudit transfert d'une commission au profit de la société gestionnaire et d'une commission au profit de la société de bourse. Les taux de ces commissions ne peuvent excéder 25% des taux visés respectivement aux articles 27 et 44 de la présente loi. Le dernier cours coté de la valeur sert de référence pour le calcul de ces commissions. Les transferts directs entre conjoints donnent lieu au paiement des commissions prévues aux articles 27 et 44 précités.

Article 32 : A l'occasion d'un transfert direct résultant d'une opération de succession ou de leg, l'établissement affilié concerné enregistre le transfert de propriété des titres sur l'initiative du bénéficiaire du transfert. L'établissement affilié concerné consigne ce transfert dans un registre spécial comprenant notamment les noms du défunt et du bénéficiaire, les valeurs concernées et leur quantité.

L'établissement affilié concerné déclare, dans un délai de 5 jours ouvrables, courant à compter de la date de l'enregistrement du transfert de propriété visé au précédent alinéa, lesdits transferts directs au Dépositaire central et à la société gestionnaire qui les consigne dans un registre spécial comprenant notamment la date du transfert direct, la valeur concernée et la quantité transférée.

Les transferts directs résultant d'opérations de succession ou de leg ne donnent lieu au paiement d'aucune commission ni au profit de la société gestionnaire, ni au profit du Dépositaire central ni au profit des établissements affiliés.

Chapitre VI : Compensation et livraison

Article 33 : La société gestionnaire est chargée de l'organisation de la compensation et de la livraison des titres et du règlement des espèces . Cette livraison et ce règlement sont corrélatifs et simultanés le jour de dénouement .

La société gestionnaire garantit aux sociétés de bourse la livraison des titres et le règlement des espèces qui leur sont dus au titre des transactions sur les valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs et réalisées sur le marché central .

A cet effet, chaque société de bourse constitue auprès de la société gestionnaire des dépôts de garantie destinés à couvrir les positions nettes non encore dénouées et détenues par elles dans le cadre du marché central.

Jusqu'au jour de dénouement effectif, les dépôts de garantie peuvent faire l'objet d'ajustements dans les conditions fixées dans le règlement général visé à l'article 7 bis ci-dessus.

Si le dénouement n'est pas réalisé le jour de dénouement théorique, les positions nettes non dénouées sont considérées comme des positions nettes en suspens. Toute position nette en suspens fait l'objet de pénalités de retard.

La société de bourse ayant une position nette en suspens dispose d'un délai pour résoudre la dite position. Ce délai est fixé dans le règlement général visé dans l'article 7 bis ci-dessus.

Dans le cas où l'ajustement n'a pas été effectué ou si à l'expiration du délai visé ci-dessus, la société de bourse ayant une position nette en suspens n'a pas dénoué ladite position, la société gestionnaire peut initier de plein droit des ordres d'achat ou de vente destinés à liquider les positions nettes en suspens au nom de ladite société de bourse.

Les dépôts de garantie préalablement constitués par la société de bourse ayant une position nette en suspens couvrent, le cas échéant, les coûts d'exécution des ordres d'achat ou de vente visés à l'alinéa précédent.

Toutefois, si l'état du marché central pour une valeur donnée ne permet pas la liquidation d'une position non dénouée, la société gestionnaire peut décider que la livraison des titres se résout en compensations pécuniaires au profit des sociétés de bourse auxquelles les titres n'ont pu être livrés. Le montant de ces compensations pécuniaires ne peut excéder un pourcentage du dernier cours coté de la valeur concernée, ledit pourcentage étant fixé par le règlement général précité.

La livraison effective des titres par les sociétés de bourse aux donneurs d'ordre est faite le premier jour ouvrable suivant l'enregistrement de la transaction par la société gestionnaire.

TITRE III : DES SOCIÉTÉS DE BOURSES

Chapitre premier : Conditions d'exercice

Article 34 : Les sociétés de bourse ont pour objet principal l'exécution des transactions sur les valeurs mobilières.

Elles peuvent également :

- participer au placement de titres émis par des personnes morales faisant appel public à l'épargne ;
- assurer la garde des titres ;
- gérer des portefeuilles de valeurs en vertu d'un mandat ;
- conseiller et démarcher la clientèle pour l'acquisition ou l'aliénation de valeurs mobilières.

Article 35 : Les sociétés de bourse sont seules habilitées à exécuter les transactions sur les valeurs mobilières inscrites à la Bourse des valeurs.

Article 36 Toute société de bourse doit, avant d'exercer son activité, avoir été préalablement agréée. L'agrément est délivré par le ministre chargé des finances, après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières.

Elle doit présenter des garanties suffisantes, notamment en ce qui concerne son organisation, ses moyens techniques et financiers et l'expérience de ses dirigeants.

Seules peuvent être agréées en tant que sociétés de bourse, les sociétés ayant pour objet principal les opérations visées à l'article 34 du présent dahir portant loi.

Article 37 : La demande d'agrément doit être adressée au conseil déontologique des valeurs mobilières par les membres fondateurs de la société, aux fins d'instruction. Elle doit être accompagnée d'un dossier comprenant les éléments suivants :

- une copie du projet des statuts ;
- la nature des activités envisagées ;
- le montant et la répartition du capital social ;
- la liste des dirigeants ;
- l'énumération des moyens humains et matériels ainsi que la description de l'organisation envisagée pour l'exercice de l'activité de société de bourse.

Le dépôt du dossier complet accompagnant la demande d'agrément est attesté par un récépissé dûment daté et signé par le conseil déontologique des valeurs mobilières.

Le conseil déontologique des valeurs mobilières peut exiger des requérants la communication de toute information complémentaire qu'il juge utile pour l'instruction de la demande d'agrément.

Article 38 : Les modifications qui affectent le contrôle de la société de bourse, le lieu de son siège social ou la nature des activités qu'elle exerce sont subordonnées à l'octroi d'un nouvel agrément qui est délivré par le ministre chargé des finances après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières, lequel est saisi par le requérant.

L'agrément est délivré dans le délai prévu à l'article 40 du présent dahir portant loi.

Les modifications de toute autre condition ayant présidé à l'octroi de l'agrément doivent être communiquées au ministre chargé des finances et au conseil déontologique des valeurs mobilières dans un délai de trente jours.

Article 39 : Sont subordonnées à l'agrément du ministre chargé des finances, après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières, les projets de fusion de deux ou plusieurs sociétés de bourse.

L'agrément est délivré dans la mesure où l'opération n'est pas de nature à porter préjudice aux intérêts de la clientèle des sociétés de bourse concernées.

Article 40 : L'octroi ou le refus de l'agrément est notifié par lettre recommandée avec accusé de réception, dans un délai de deux mois à compter de la date de dépôt du dossier complet accompagnant la demande d'agrément.

Le dépôt du dossier visé à l'alinéa précédent est attesté par un récépissé dûment daté et signé par le conseil déontologique des valeurs mobilières.

Le refus d'agrément doit être motivé.

Article 41 : Le conseil déontologique des valeurs mobilières établit et tient à jour la liste des sociétés de bourse agréées. A sa diligence, la liste initiale et les modifications dont elle fait l'objet sont publiées au Bulletin officiel.

Article 42 : Les sociétés de bourse doivent faire état dans tous leurs actes, factures, annonces, publications ou autres documents, de leur dénomination ainsi que des références de l'acte portant leur agrément.

Article 43 : Le capital social des sociétés de bourse doit être entièrement libéré lors de leur constitution et ne peut être inférieur à 1 million de dirhams. Il peut être fixé à un montant supérieur par le ministre chargé des finances sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières, selon la nature des activités exercées par les sociétés de bourse.

Article 44 : Les transactions effectuées par l'entremise des sociétés de bourse donnent lieu au profit de celles-ci à une commission de courtage. Le niveau de cette commission ne peut dépasser un taux maximum fixé par le ministre chargé des finances sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 45 : Lorsqu'une société de bourse a manqué aux usages de la profession, le conseil déontologique des valeurs mobilières, après avoir mis les dirigeants en demeure de présenter leurs explications, peut leur adresser une mise en garde.

Article 46 : Lorsque la situation d'une société de bourse le justifie, le conseil déontologique des valeurs mobilières peut lui adresser une injonction à l'effet de prendre toutes mesures destinées à rétablir ou à renforcer son équilibre financier ou à rectifier ses méthodes de gestion.

Article 47 : Si la mise en garde et l'injonction visées aux articles 45 et 46 du présent dahir portant loi restent l'une ou l'autre sans effet, et si l'intérêt des créanciers le justifie, le ministre chargé des finances peut, à la demande du conseil déontologique des valeurs mobilières, désigner un administrateur provisoire auquel sont transférés tous les pouvoirs nécessaires à l'administration et à la direction de la société de bourse concernée.

La désignation d'un administrateur provisoire ne peut intervenir ou cesse d'avoir effet à partir du moment où la société de bourse est en état de cessation de paiements. Dans ce cas, il est fait exclusivement application des dispositions du code de commerce relatives à la faillite et à la liquidation judiciaire.

Toutefois et par dérogation aux dispositions de l'article 217 du code de commerce, le ou les syndics sont nommés par le jugement déclaratif de la faillite sur proposition du ministre chargé des finances.

Article 48 : L'administrateur provisoire ne peut procéder à l'acquisition ou à l'aliénation de biens immeubles et de titres de participation que sur autorisation préalable du ministre chargé des finances.

Il doit présenter au ministre chargé des finances, un rapport trimestriel sur la gestion ainsi que sur l'évolution de la situation de l'établissement concerné.

Il doit également présenter au ministre chargé des finances, au terme d'une période ne pouvant excéder une année à compter de la date de sa désignation, un rapport précisant l'origine, l'importance et la nature des difficultés de la société de bourse ainsi que les mesures susceptibles d'assurer son redressement ou, à défaut, sa liquidation.

Article 49 : Le retrait d'agrément est prononcé par le ministre chargé des finances, soit à la demande de la société de bourse, soit sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières dans les cas suivants :

- lorsque la société de bourse n'a pas fait usage de son agrément dans un délai de six mois ;
- lorsque la société de bourse ne remplit plus les conditions au vu desquelles l'agrément lui a été octroyé ;
- lorsque la société de bourse n'exerce plus son activité depuis au moins six mois ;
- à titre de sanction disciplinaire conformément aux dispositions de l'article 70 du présent dahir portant loi.

Toute société de bourse dont l'agrément est retiré entre en état de liquidation.

Article 50 : Pendant la période de liquidation d'une société de bourse, cette dernière demeure soumise au contrôle du conseil déontologique des valeurs mobilières prévu aux articles 52 , 53 et 54 du présent dahir portant loi et ne peut effectuer que les opérations strictement nécessaires à sa liquidation. Elle ne peut faire état de sa qualité de société de bourse qu'en précisant qu'elle est en liquidation.

Dans l'acte pris en application des dispositions de l'article 49 du présent dahir portant loi, le ministre chargé des finances nomme s'il y a lieu un liquidateur de la société de bourse concernée.

Le même acte fixe les conditions et les délais de liquidation ainsi que la date à compter de laquelle doivent cesser toutes les opérations de la société de bourse en cause.

Article 51 : Le retrait d'agrément est notifié dans les mêmes formes que l'octroi d'agrément et entraîne la radiation de la liste des sociétés de bourse visée à l'article 41 du présent dahir portant loi.

Chapitre II : Contrôle des sociétés de bourse

Article 52 : Le conseil déontologique des valeurs mobilières est chargé de contrôler les sociétés de bourse conformément aux dispositions de l'article 24 du dahir portant loi n° 1-93-212 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) précité.

Le conseil déontologique des valeurs mobilières communique à la société de bourse concernée le résultat des contrôles. Il peut, s'il le juge utile, en tenir informés le ou les commissaires aux comptes de la société de bourse concernée.

Article 53 : Les sociétés de bourse sont tenues d'adresser au conseil déontologique des valeurs mobilières, selon une périodicité qu'il fixe, les bilans, les comptes de produits et charges, les états des soldes de gestion, les tableaux de financement et les états d'informations complémentaires de l'exercice écoulé.

Les sociétés de bourse sont tenues également de publier dans un journal d'annonces légales au plus tard six mois suivant la clôture de chaque exercice, les documents visés au premier alinéa du présent article, à l'exception des tableaux de financement et des états d'informations complémentaires.

Le conseil déontologique des valeurs mobilières peut également leur demander communication de tous documents et renseignements nécessaires à l'accomplissement de sa mission. Il en détermine la liste, le modèle et les délais de transmission.

Article 54 : Le Conseil déontologique des valeurs mobilières peut à son initiative, publier en partie ou en totalité, les documents comptables visés à l'article 53 du présent dahir portant loi.

Article 55 : Les sociétés de bourse sont tenues d'adresser au conseil déontologique des valeurs mobilières, la liste des actionnaires ou porteurs de parts détenant directement ou indirectement, une participation égale ou supérieure à 5% de leur capital.

TITRE IV : DE LA PROTECTION DE LA CLIENTELE

Chapitre premier : Interdictions

Article 56 : Sous peine des sanctions prévues par le présent dahir portant loi, nul ne peut ni être fondateur ou membre du conseil d'administration d'une société de bourse ni, directement ou par personne interposée, contrôler, administrer, diriger, gérer ou représenter à un titre quelconque une société de bourse, ni disposer du pouvoir de signature pour le compte d'une telle société :

- s'il a été condamné irrévocablement pour crime ou pour l'un des délits prévus et réprimés par les articles 334 à 391 et 505 à 574 du code pénal ;
- s'il a été condamné irrévocablement pour infraction à la législation des changes ;
- s'il a fait l'objet, ou si l'entreprise qu'il administrait a fait l'objet, au Maroc ou à l'étranger, d'un jugement déclaratif de faillite et qu'il n'a pas été réhabilité ;
- s'il a fait l'objet d'une condamnation irrévocable en vertu des dispositions de l'article 73 du présent dahir portant loi ;

- s'il a fait l'objet d'une condamnation prononcée par une juridiction étrangère et passée en force de chose jugée, constituant d'après la loi marocaine une condamnation pour l'un des crimes ou délits ci-dessus énumérés.

Article 57 : Toute personne faisant partie de l'équipe dirigeante ou du personnel d'une société de bourse, ne peut ni faire partie du conseil d'administration d'une société dont les titres sont cotés en bourse, ni exercer des fonctions rémunérées au sein de cette société.

Chapitre II : Dispositions prudentielles

Article 58 Toute personne faisant partie du conseil d'administration, de l'équipe dirigeante ou du personnel d'une société de bourse ne peut réaliser des transactions en bourse pour son propre compte que par l'entremise de celle-ci.

Article 59 : Les transactions visées à l'article 58 du présent dahir portant loi ne peuvent être réalisées dans des conditions privilégiées par rapport à celles dont bénéficie l'ensemble de la clientèle.

Ces transactions doivent en outre être consignées dans un registre spécialement ouvert à cet effet.

Article 60 : A fin de préserver leur liquidité et leur solvabilité, les sociétés de bourse sont tenues de respecter des règles prudentielles consistant à maintenir des proportions appropriées notamment :

- entre les fonds propres et le montant des engagements ;
- entre les fonds propres et le montant des risques encourus sur les titres émis par un même émetteur ou par un même groupe d'émetteurs ;
- entre des éléments de l'actif et l'ensemble ou certains éléments du passif.

Ces proportions sont fixées, selon la nature des activités exercées par les sociétés de bourse par le ministre chargé des finances, sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 61 : Les sociétés de bourse ne sont admises à agir pour leur propre compte qu'après avoir satisfait aux ordres de leurs clients.

Article 62 : Lorsqu'à l'occasion de l'exécution d'ordre de clients, les sociétés de bourse interviennent totalement ou partiellement par une opération de contrepartie, elles en informent les donneurs d'ordres concernés.

Article 63 : Les sociétés de bourse ne sont pas autorisées à acheter ou à vendre des titres en contrepartie à leurs clients lorsqu'elles gèrent elles-mêmes les comptes de ces clients et qu'elles ont, de ce fait, l'initiative des opérations réalisées sur ces comptes.

Article 64 : Les sociétés de bourse sont responsables des défaillances éventuelles de leurs donneurs d'ordres pour la livraison et le paiement de ce qu'elles vendent et achètent sur le marché.

Article 65 : Les sociétés de bourse sont tenues de contracter une assurance contre les risques de perte, de vol ou de destruction des fonds et valeurs qui leur sont confiés par les clients ou qui sont dus par elles à ces derniers.

La couverture minimale de cette assurance est fixée par le ministre chargé des finances, après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières, en tenant compte notamment de la nature des activités exercées.

Une copie du contrat d'assurance doit être déposée auprès du conseil déontologique des valeurs mobilières par les sociétés de bourse dans le mois qui suit la date de leur agrément. Le contrat d'assurance est ensuite renouvelé chaque année et copie en est déposée sans délai auprès du conseil déontologique des valeurs mobilières.

Chapitre III : Fonds de garantie

Article 66 : Il est institué un fonds de garantie destiné à indemniser la clientèle des sociétés de bourse mises en liquidation.

Cette indemnisation est limitée à 200.000 dirhams par client, personne physique ou morale.

Toutefois, le total des interventions du fonds de garantie, générées par la défaillance d'une société de bourse, ne peut dépasser 30 millions de dirhams.

Lorsque les disponibilités du fonds sont insuffisantes pour l'indemnisation de la clientèle sur la base du montant mentionné au 2^e alinéa du présent article, ledit montant sera réduit à due proportion.

Ce fonds de garantie est géré par le conseil déontologique des valeurs mobilières. Les modalités de cette gestion seront fixées par le ministre chargé des finances.

Article 67 : Les engagements couverts par la garantie portent sur la restitution des titres et espèces déposés auprès des sociétés de bourse pour effectuer les opérations de bourse ou dus par elles à leur clientèles suite aux opérations de bourse, ainsi que sur les titres confiés aux sociétés de bourse en dépôt.

Article 68 : Toutes les sociétés de bourse sont tenues de contribuer au Fonds de garantie par le versement d'une cotisation dont le montant est exprimé en pourcentage du montant des titres et des espèces conservés par chaque société de bourse. Ce pourcentage, ainsi que les modalités de calcul et de versement de cette cotisation, sont fixés par le ministre chargé des finances, sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 68 bis : L'intervention du fonds de garantie est subordonnée à la constatation par le conseil déontologique des valeurs mobilières de la mise en liquidation d'une société de bourse, quelle qu'en soit son origine.

Cette intervention fait l'objet d'un avis inséré au bulletin de la cote publié par la société gestionnaire et dans un journal d'annonces légales, invitant les clients de la société de bourse mise en liquidation à faire valoir leurs réclamations auprès du fonds de garantie au titre de leurs droits sur les titres inscrits à leur compte et/ou de leurs créances en espèces.

Les demandes d'indemnisation sont reçues dans un délai de trois mois à compter de la publication de l'avis précité.

L'intervention du fonds de garantie entraîne la subrogation de celui-ci dans les droits des titulaires des créances bénéficiant de la garantie sur la société de bourse mise en liquidation, à due concurrence des droits effectivement couverts par la garantie.

Chapitre IV : Dispositions diverses

Article 68 ter : Toute personne physique ou morale qui vient à posséder plus du vingtième, du dixième, du cinquième, du tiers, de la moitié ou des deux tiers du capital ou des droits de vote sur une société ayant son siège au Maroc et dont les actions sont cotées à la Bourse des valeurs, informe cette société ainsi que le conseil déontologique des valeurs mobilières et la société gestionnaire, dans un délai de 5 jours ouvrables à compter de la date de franchissement de l'un de ces seuils de participation, du nombre total des actions de la société qu'elle possède, ainsi que du nombre de titres donnant à terme accès au capital et des droits de vote qui y sont rattachés.

Elle informe en outre dans les mêmes délais le conseil déontologique des valeurs mobilières des objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des douze mois qui suivent lesdits franchissements de seuils.

Les obligations d'information destinées au conseil déontologique des valeurs mobilières telles que prévues au précédent alinéa doivent être remplies selon les modalités fixées par ledit conseil et préciser notamment si l'acquéreur envisage :

- d'arrêter ses achats sur la valeur concernée ou les poursuivre ;
- d'acquiescer ou non le contrôle de la société concernée;
- de demander sa nomination en tant qu'administrateur de la société concernée.

Le conseil déontologique des valeurs mobilières porte les informations visées à l'alinéa précédent à la connaissance du public selon des modalités précisées dans le règlement général visé à l'article 7 bis ci-dessus.

Article 68 quater : Toute personne physique ou morale possédant plus du vingtième, du dixième, du cinquième, du tiers, de la moitié ou des deux tiers du capital ou des droits de vote sur une société ayant son siège au Maroc et dont les actions sont inscrites à la cote de la Bourse des valeurs, et qui vient à céder tout ou partie de ces actions ou de ces droits de vote, doit en informer cette société ainsi que le conseil déontologique des valeurs mobilières et la société gestionnaire dans les mêmes conditions que celles visées à l'article 68 ter ci-dessus, s'il franchit à la baisse l'un de ces seuils de participation.

Le conseil déontologique des valeurs mobilières porte cette information à la connaissance du public selon des modalités précisées dans le règlement général visé à l'article 7 bis ci-dessus.

TITRE V : DES SANCTIONS

Chapitre premier : Sanctions disciplinaires

Article 69 : Sans préjudice des sanctions prévues à l'article 70 du présent dahir portant loi, le conseil déontologique des valeurs mobilières peut adresser un avertissement ou un blâme aux sociétés de bourse qui :

- ne procèdent pas à l'horodatage des ordres de la clientèle ou ne transmettent pas ces ordres avec diligence, conformément aux dispositions de l'article 19 (2^{ème} alinéa) ci-dessus ;

- ne versent pas à la société gestionnaire les commissions prévues par l'article 27 de la présente loi, ou appliquent à la clientèle un taux de commission excédant le seuil prévu par ce même article ;
- ne respectent pas les dispositions relatives à l'enregistrement et à la consignation des transactions prévues par les articles 29, 30, 30 bis et 31 ci-dessus ;
- ne constituent pas auprès de la société gestionnaire les dépôts de garantie conformément aux dispositions de l'article 33 (3^e alinéa) ci-dessus ;
- ne se conforment pas aux dispositions de l'article 19 quinquies ci-dessus ;
- ne livrent pas les titres aux donneurs d'ordres dans le délai prévu à l'article 33 (dernier alinéa) ci-dessus ;
- continuent à exercer leur activité sans qu'un nouvel agrément leur ait été donné à la suite des modifications prévues au 1^{er} alinéa de l'article 38 ci-dessus ;
- ne communiquent pas au ministre chargé des finances et au conseil déontologique des valeurs mobilières les modifications visées au 2^e alinéa de l'article 38 du présent dahir portant loi dans les délais prescrits par ce même article ;
- ne se conforment pas aux dispositions de l'article 42 ci-dessus ;
- appliquent à leur clientèle un taux de commission supérieur à celui fixé par le ministre chargé des finances conformément aux dispositions des articles 31 (4^e et 5^e alinéas) et 44 de la présente loi ;
- ne se conforment pas aux obligations de communication et de publication stipulées par l'article 53 ci-dessus ;
- n'adressent pas au conseil déontologique des valeurs mobilières la liste des actionnaires prévue par l'article 55 ci-dessus ;
- ne respectent pas les règles prudentielles prévues par l'article 60 ci-dessus ;
- ne se conforment pas aux dispositions des articles 61, 62, 63 et 65 de la présente loi ;
- ne contribuent pas au fonds de garantie conformément aux dispositions de l'article 68 ci-dessus.

Article 70 : Lorsque le blâme ou l'avertissement prévus à l'article 69 du présent dahir portant loi ou la mise en garde ou l'injonction prévues aux articles 45 et 46 du présent dahir portant loi sont demeurés sans effet, le conseil déontologique des valeurs mobilières peut suspendre un ou plusieurs administrateurs de la société de bourse concernée.

Il peut, en outre, proposer au ministre chargé des finances :

- soit d'interdire ou de restreindre l'exercice de certaines opérations par la société de bourse ;
- soit de désigner un administrateur provisoire ;
- soit de retirer l'agrément à la société de bourse.

Article 71: Les sanctions prévues à l'article 70 du présent dahir portant loi ne sont prononcées qu'après que le représentant du contrevenant ait été dûment convoqué, au moins une semaine avant sa comparution devant le conseil déontologique des valeurs mobilières, afin d'être entendu.

Le représentant de la société concernée peut se faire assister du défenseur de son choix. Le conseil déontologique des valeurs mobilières doit lui avoir au préalable signifié les infractions relevées et communiqué tous les éléments du dossier.

Le conseil déontologique des valeurs mobilières convoque également, à la demande de l'intéressé, afin de l'entendre, le représentant de l'association professionnelle des sociétés de bourse visée à l'article 82 du présent dahir portant loi.

Chapitre II : Sanctions pénales

Article 72 : Est punie d'un emprisonnement de trois mois à un an et d'une amende de 5.000 à 100.000 dirhams, ou de l'une de ces peines seulement, toute personne qui, agissant pour son compte ou pour le compte d'autrui, utilise indûment une dénomination commerciale, une raison sociale, une publicité et, de manière générale, toute expression faisant croire qu'elle est agréée en tant que société de bourse, ou entretient sciemment dans l'esprit du public une confusion sur la régularité de l'exercice de son activité.

Article 73 : Toute personne qui, agissant pour son compte ou pour le compte d'une autre personne physique ou d'une personne morale qui n'a pas été dûment agréée en tant que société de bourse, effectue à titre habituel les opérations définies à l'article 35 ci-dessus est passible d'un emprisonnement de six mois à trois ans et d'une amende de 50.000 à 500.000 dirhams ou de l'une de ces peines seulement.

Article 74 : Dans les cas prévus aux articles 72 et 73 du présent dahir portant loi, le tribunal ordonne la fermeture de l'établissement de la personne responsable de l'infraction commise. Il ordonne également la publication du jugement dans les journaux qu'il désigne aux frais du condamné.

Article 75 : Est punie d'une amende pouvant atteindre 1% de la valeur de la transaction :

- toute personne physique ne déclarant pas dans les délais une opération de transfert direct, autres que les opérations résultant de succession ou de leg conformément aux dispositions du premier alinéa de l'article 31 de la présente loi;
- tout établissement affilié au Dépositaire central ne déclarant pas dans les délais un transfert direct résultant d'une opération de succession ou de leg conformément à l'alinéa 2 de l'article 32 de la présente loi. Le dernier cours coté de la valeur concernée sert de référence pour le calcul de cette amende.

Toute transaction sur des valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs, autre que les transferts directs tels que définis à l'article 4 de la présente loi, effectuée en dehors de la Bourse des valeurs, est annulée de plein droit.

En outre, les personnes ayant effectué cette transaction sont punies solidairement d'une amende égale à la valeur de celle-ci.

Article 75 bis : Est passible d'une amende de 5 000 dirhams à 100 000 dirhams, toute personne physique ou morale qui ne déclare pas dans les délais prescrits un franchissement à la hausse de l'un des seuils de participation dans une société cotée en bourse ou qui ne déclare pas au conseil déontologique des valeurs mobilières ses intentions, conformément aux dispositions de l'article 68 ter ci-dessus. En outre, cette personne perd le droit de vote sur les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans à compter de l'infraction. En cas de cession consécutive à la constatation de l'infraction, le cessionnaire est rétabli dans ses droits de vote.

Article 75 ter : est passible d'une amende de 5 000 dirhams à 100 000 dirhams, toute personne physique ou morale qui ne déclare pas dans les délais prescrits un franchissement à la baisse d'un des seuils de participation dans une société cotée en bourse conformément aux dispositions de l'article 68 quater ci-dessus.

Article 76 : Toute personne faisant partie du conseil d'administration, de l'équipe dirigeante ou du personnel d'une société de bourse qui, en infraction aux dispositions des articles 58 ou 59 du présent dahir portant loi, réalise des opérations en bourse pour son propre compte par l'entremise d'une autre société de bourse ou privilégie ces opérations par rapport à celles de la clientèle est punie d'une amende de 5.000 à 200.000 dirhams.

Article 77 : Quiconque contrevient aux interdictions prévues à l'article 56 du présent dahir portant loi est passible d'un emprisonnement de six mois à trois ans et d'une amende de 10.000 à 500.000 dirhams ou de l'une des ces peines seulement.

Article 78 : Toute personne qui, faisant partie de l'équipe dirigeante ou du personnel d'une société de bourse, contrevient aux dispositions de l'article 57 du présent dahir portant loi, en faisant partie du conseil d'administration d'une société dont les titres sont cotés en bourse ou en exerçant des fonctions rémunérées au sein de cette société est passible d'une amende de 10.000 à 500.000 dirhams.

Article 79 : Les auteurs des infractions définies au présent chapitre, leurs coauteurs ou complices peuvent être poursuivis sur plainte préalable ou constitution de partie civile du conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 80 : Les administrateurs et le personnel de la société gestionnaire et des sociétés de bourse sont tenus au secret professionnel pour toutes les affaires dont ils ont à connaître à quelque titre que ce soit, sous peine des sanctions prévues à l'article 446 du code pénal.

TITRE VI : DISPOSITIONS DIVERSES ET TRANSITOIRES

Chapitre premier : Dispositions fiscales

Article 81 Bénéficient d'une réduction de 50% du montant de la taxe sur les produits des actions, parts sociales et revenus assimilés, les personnes physiques ayant leur résidence habituelle au Maroc, au titre des dividendes perçus et générés par les actions marocaines qu'elles détiennent, à condition que ces dernières soient cotées à la Bourse des valeurs pendant au moins une période de six mois au cours de l'exercice auquel se rapportent ces dividendes.

Cette réduction est accordée pendant les cinq années suivant la date de publication du présent dahir portant loi.

Pour bénéficier de la réduction susvisée, les intéressés doivent fournir à l'établissement payeur une attestation de propriété des titres comportant :

- les nom, prénom et adresse du contribuable ainsi que le numéro de la carte d'identité nationale ou de la carte de séjour ;
- la raison sociale et l'adresse du siège de la société émettrice.

Cette réduction n'est pas cumulable avec les déductions prévues à l'article 99-I-b) et c) de la loi n° 17-89 relative à l'impôt général sur le revenu.

Chapitre II : Organisation professionnelle

Article 82 : Toute société de bourse dûment agréée est tenue d'adhérer à une association professionnelle dénommée « association professionnelle des sociétés de bourse » régie par les dispositions du dahir du 3 jourmada I 1378 (15 novembre 1958) relatif au droit d'association.

Article 83 : Les statuts de l'association professionnelle précitée ainsi que toute modification y relative doivent être approuvés par l'administration, après avis du conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 84 : L'association professionnelle des sociétés de bourse veille à l'observation par ses membres des dispositions du présent dahir portant loi et des textes pris pour son application.

Elle doit porter à la connaissance du ministre chargé des finances et du conseil déontologique des valeurs mobilières tout manquement relevé dans ce domaine.

Article 85 : Pour les questions intéressant la profession, l'association professionnelle des sociétés de bourse sert d'intermédiaire entre ses membres d'une part et les pouvoirs publics ou tout autre organisme national ou étranger d'autre part et ce, à l'exclusion de tout autre groupement, association ou syndicat.

Article 86 : L'association professionnelle des sociétés de bourse étudie les questions intéressant l'exercice de la profession, notamment l'amélioration des techniques de bourse, la création de services communs, l'introduction de nouvelles technologies, la formation du personnel et les relations avec les représentants des employés.

Elle est habilitée à ester en justice lorsqu'elle estime que les intérêts de la profession sont en jeu et notamment lorsqu'un ou plusieurs de ses membres sont en cause.

Article 87 : L'association professionnelle des sociétés de bourse peut être consultée par l'administration ou le conseil déontologique des valeurs mobilières sur toute question intéressant la profession. De même, elle peut leur soumettre des propositions dans ce domaine.

Chapitre III : Dispositions transitoires

Article 88 : Les intermédiaires de bourse agréés en vertu des dispositions du décret royal n° 494-67 du 11 chaabane 1387 (14 novembre 1967) portant loi, relatif à la Bourse des valeurs disposent d'un délai de trois mois à compter de la date de publication du montant du capital exigé en application des dispositions de l'article 43 ci-dessus, pour se conformer aux dispositions du présent dahir portant loi.

Article 89 : Sont abrogées les dispositions du décret royal n° 494-67 du 11 chaabane 1387 (14 novembre 1967) portant loi précité et celles du décret royal n° 495-67 du 12 chaabane 1387 (15 novembre 1967) relatif à l'organisation et le fonctionnement de la Bourse des valeurs.

Article 90 : L'affectation de l'actif net de l'établissement public créé par le décret royal n° 494-67 du 11 chaabane 1387 (14 novembre 1967) portant loi précité sera fixée par le ministre chargé des finances.

Article 91 : Le solde du fonds commun prévu par l'article 27 du décret royal n° 494-67 du 11 chaabane 1387 (14 novembre 1967) portant loi précitée est transféré au « fonds de garantie » visé à l'article 66 du présent dahir portant loi.

Article 92 : Le présent dahir portant loi sera publié au Bulletin officiel.

Bulletins officiels :

- n° 4223 du 06.10.93 Page 513.
- n° 4448 du 16.01.97 Page 37.

**ARRETES D'APPLICATION DU DAHIR
PORTANT LOI N° 1-93-211 DU 21
SEPTEMBRE 1993 RELATIF A LA
BOURSE DES VALEURS**

**Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 3826-94
du 14 novembre 1994 fixant le capital social minimum de la société
gestionnaire de la Bourse des valeurs**

LE MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS

Vu le dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs, notamment son article 9 ;

Vu l'avis émis par le conseil déontologique des valeurs mobilières en date du 21 octobre 1994 ;

ARRETE :

Article premier. - Le montant du capital social de la société gestionnaire de la Bourse des valeurs ne peut être inférieur à dix millions de dirhams (10.000.000 DH).

Article 2 - Le présent arrêté sera publié au Bulletin officiel.

Rabat, le 10 jourmada II 1415 (14 novembre 1994)

MOURAD CHERIF

**Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 3827-94
du 14 novembre 1994 fixant le montant minimum du capital des
sociétés de bourse**

LE MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS

Vu le dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs, notamment son article 43 ;

Sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières ;

ARRETE :

Article premier. - Le montant du capital social des sociétés de bourse ne peut être inférieur à :

1° - un million cinq cent mille dirhams (1.500.000 DH) pour celles ayant pour objet exclusif l'exécution de transactions sur les valeurs mobilières pour le compte de la clientèle, le conseil et le démarchage de la clientèle pour l'acquisition ou l'aliénation de valeurs mobilières ;

2° - cinq millions de dirhams (5.000.000 DH) pour celles qui, outre les opérations énumérées au 1° ci-dessus, réalisent une ou plusieurs des activités ci-dessous énumérées :

- la contrepartie au sens des dispositions du premier alinéa de l'article 4 du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) susvisé ;
- la garde des titres ;
- la gestion de portefeuille de valeurs mobilières en vertu d'un mandat ;
- la participation au placement de titres émis par des personnes morales faisant appel public à l'épargne.

Article 2 - Les sociétés de bourse agréées en application des dispositions du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) précité doivent se conformer aux prescriptions de l'article premier ci-dessus dans un délai de trois mois à compter de la date de la publication du présent arrêté au Bulletin officiel .

Article 3 - Le présent arrêté sera publié au Bulletin officiel.

Rabat, le 10 jourmada II 1415 (14 novembre 1994)

MOURAD CHERIF

**Arrêté du ministre des finances et des investissements extérieurs
n° 1648-95 du 14 Juin 1995 fixant le seuil de variation à la hausse
ou à la baisse du cours d'une valeur mobilière pendant une même
séance de bourse**

LE MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTERIEURS

Vu le dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs, notamment son article 12 (1er alinéa) ;

ARRETE :

Article premier. - La variation maximale, à la hausse ou à la baisse, du cours d'une valeur mobilière ne peut excéder lors d'une même séance de bourse un seuil fixé à 3% du cours d'ouverture de la valeur en question.

Article 2 - Le présent arrêté sera publié au Bulletin officiel

Rabat, le 15 moharrem 1416 (14 juin 1995)

MOHAMMED KABBAJ

**Arrêté du ministre des finances et des investissements extérieurs
n° 1649-95 du 14 juin 1995 fixant la marge sur opérations de
contrepartie réalisées hors séance de bourse**

LE MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTERIEURS

Vu le Dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs, notamment son article 22 ;

Sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières ;

ARRETE :

Article Premier : Les opérations de contrepartie effectuées hors séance de bourse sur une valeur mobilière déterminée sont réalisées au dernier cours coté de cette valeur, majoré ou minoré d'une marge fixée à 4%.

Article 2 : Le présent arrêté sera publié au Bulletin officiel.

Rabat, le 15 moharrem 1416 (14 juin 1995)

MOHAMMED KABBAJ

**Arrêté du ministre des finances et des investissements extérieurs
n° 2820-95 du (15 janvier 1996) fixant le taux maximum de la
commission de courtage perçue par les sociétés de bourse**

LE MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTERIEURS

Vu le dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs, notamment son article 44 ;

Sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières ;

ARRETE :

Article premier : Le taux maximum des commissions de courtage que les sociétés de bourse visées au titre III du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) susvisé, peuvent percevoir à leur profit à l'occasion des transactions effectuées par leur entremise est fixé à :

1° - six pour mille du montant de la transaction lorsque celle-ci porte sur des titres de capital, tels que définis au premier alinéa de l'article 3 du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) précité ;

2° - trois pour mille du montant de la transaction lorsque celle-ci porte sur des titres de créance, tels que définis au deuxième alinéa de l'article 3 du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) précité.

Article 2 : L'arrêté du ministre des finances n° 1006-78 du 7 Kaâda 1398 (10 Octobre 1978) fixant le taux des taxes et des droits d'enregistrement revenant à la bourse sur les produits des opérations des intermédiaires de bourse, ainsi que le taux de rémunération desdits intermédiaires tel qu'il a été modifié est abrogé.

Article 3 : Le présent arrêté sera publié au Bulletin officiel

Rabat, le 24 chaabane 1416 (15 janvier 1996)

MOHAMMED KABBAJ

**Arrêté du ministre des finances et des investissements extérieurs
n° 2821-95 du 24 chaabane 1416 (15 janvier 1996) fixant le taux
maximum de la commission perçue par la société gestionnaire
de la Bourse des valeurs**

LE MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTERIEURS

Vu le dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs, notamment son article 27 ;

Sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières ;

ARRETE :

Article premier : Le taux maximum de la commission perçue par la société gestionnaire visée au troisième alinéa de l'article 7 du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) susvisé, à l'occasion de toute transaction effectuée par l'entremise des sociétés de bourse visées au titre III dudit dahir portant loi, est fixé à :

1°- quatre pour mille du montant de la transaction lorsque celle-ci porte sur des titres de capital, tels que définis au 1er alinéa de l'article 3 du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) précité ;

2°- deux pour mille du montant de la transaction lorsque celle-ci porte sur des titres de créance, tels que définis au 2ème alinéa de l'article 3 du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) précité.

Article 2 : Le présent arrêté sera publié au Bulletin officiel.

Rabat, le 24 chaabane 1416 (15 janvier 1996)

MOHAMMED KABBAJ

**Arrêté du ministre des finances et des investissements extérieurs
n° 1727-96 du 11 ramadan 1417 (20 janvier 1997) fixant les
proportions devant être respectées par les sociétés de bourse
entre les fonds propres et le montant de leurs engagements.**

LE MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTERIEURS

Vu le Dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs, tel qu'il a été modifié et complété, notamment son article 60 ;

Sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières ;

ARRETE :

Article premier : Les sociétés de bourse doivent respecter en permanence un ratio de couverture des risques, ledit ratio étant défini comme étant un rapport entre, d'une part, les risques encourus par les sociétés de bourse sur les positions nettes prises dans le cadre de la contrepartie et pour le compte de leurs clients, et d'autre part, leurs fonds propres nets.

Le ratio de couverture des risques doit être en permanence inférieur à 100%.

Article 2 : Pour l'application du présent arrêté, on entend par :

- position sur une valeur donnée : le montant d'une transaction sur cette valeur, négociée et non encore dénouée ;
- position nette sur une valeur : le solde obtenu après compensation des positions à l'achat et des positions à la vente prises sur cette valeur. La position nette peut être une position nette à l'achat, lorsque les positions à l'achat sont supérieures aux positions à la vente, ou une position nette à la vente dans le cas contraire.

Article 3 : les risques encourus par une société de bourse retenus dans le calcul du ratio visé à l'article 1 ci-dessus est égal au total :

- de la position nette prise en titres de capital visés au premier alinéa de l'article 3 du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) précité par ladite société de bourse dans le cadre de la contrepartie, divisée par le coefficient 3 ;
- de la position nette prise en titres de créances visés au second alinéa de l'article 3 du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) précité par ladite société de bourse dans le cadre de la contrepartie, divisée par le coefficient 7 ;
- de la position nette prise par ladite société de bourse, pour le compte de la clientèle, divisée par le coefficient 30.

Article 4 : Sont également retenus au titre de la position nette prise en titres de capital, les titres émis par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières dont l'actif est investi soit à au moins 60% en titres de capital, soit à moins de 60% en titres de créance.

Article 5 : Sont également retenus au titre de la position nette prise en titres de créance, les titres émis par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières dont l'actif est investi soit à au moins 60% en titres de créance, soit à moins de 60% en titres de capital.

Article 6 : La position nette prise pour le compte de la clientèle est obtenue en additionnant les positions nettes totales prises pour chaque client pour toutes les valeurs.

Article 7 : Les fonds propres nets pris en compte au titre du présent arrêté comprennent :

- le capital social ;
- les primes d'émission, de fusion et d'apport ;
- les écarts de réévaluation ;
- les réserves ;
- le report à nouveau créditeur ;
- les provisions réglementées.

Le tout diminué, le cas échéant :

- du montant du capital souscrit non encore appelé ;
- du résultat provisoire de l'exercice en cours, s'il est déficitaire ;
- du report à nouveau débiteur ;
- du résultat net débiteur en instance d'affectation ;
- des immobilisations en non valeurs nettes des amortissements ;
- des immobilisations incorporelles nettes des amortissements et des provisions pour dépréciation ;
- des titres de placement, de participation et de filiales détenus dans le capital des autres sociétés de bourse, nets des provisions pour dépréciation ;
- des titres de placement détenus dans des sociétés actionnaires de la société de bourse concernée ;
- des avances consenties aux actionnaires ;
- des moins values nettes éventuelles sur l'ensemble des opérations non encore intégrées au résultat provisoire.

Article 8 : Le présent arrêté sera publié au Bulletin officiel.

Rabat, le 11 ramadan 1417 (20 janvier 1997).

MOHAMMED KABBAJ

**Arrêté du ministre des finances et des investissements extérieurs
n° 1728-96 du 11 ramadan 1417 (20 janvier 1997) fixant les
proportions devant être respectées par les sociétés de bourse
entre certains éléments du passif et certains éléments de l'actif.**

LE MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTERIEURS

Vu le Dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs, tel qu'il a été modifié et complété, notamment son article 60 ;

Sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières ;

ARRETE :

Article premier : Les soldes créditeurs des comptes de la clientèle doivent en permanence être représentés à l'actif de la société de bourse par des emplois en actifs liquides.

Article 2 : Les soldes créditeurs des comptes de la clientèle comprennent les sommes inscrites à ce titre au passif du bilan.

De ces soldes créditeurs sont déduits :

- les sommes créditées en compte client, mais en attente d'encaissement ;
- le montant des négociations à la vente au nom de clients, en attente de règlement ;

et y sont ajoutés :

- les sommes dues aux clients mais non encore créditées ;
- le montant des négociations à l'achat au nom de clients, en attente de règlement.

Article 3 : Le présent arrêté sera publié au Bulletin officiel.

Rabat, le 11 ramadan 1417 (20 janvier 1997).

MOHAMMED KABBAJ

**Arrêté du ministre des finances et des investissements extérieurs
n° 1729-96 du 11 ramadan 1417 (20 janvier 1997) fixant les
proportions entre les fonds propres minimaux des sociétés
de bourse et leur capital social.**

LE MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTERIEURS

Vu le Dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs, tel qu'il a été modifié et complété, notamment son article 60 ;

Sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières ;

ARRETE :

Article premier : Les fonds propres des sociétés de bourse ne peuvent être inférieurs au montant minimum de leur capital social tel que fixé par l'arrêté du ministre des finances et des investissements extérieurs n° 3827-94 du 10 jourmada II 1415 (14 novembre 1994).

Article 2 : Les fonds propres d'une société de bourse pris en compte au titre du présent arrêté comprennent :

- le capital social ;
- les primes d'émission, de fusion et d'apport ;
- les écarts de réévaluation ;
- les réserves ;
- le report à nouveau créditeur.

Le tout diminué, le cas échéant :

- du montant du capital souscrit non encore appelé ;
- du report à nouveau débiteur ;
- du résultat net débiteur en instance d'affectation ;
- du résultat provisoire de l'exercice en cours, s'il est déficitaire.

Article 3 : Le présent arrêté sera publié au Bulletin officiel.

Rabat, le 11 ramadan 1417 (20 janvier 1997).

MOHAMMED KABBAJ

**Arrêté du ministre des finances et des investissements extérieurs
n° 1730-96 du 11 ramadan 1417 (20 janvier 1997) fixant les
proportions devant être respectées par les sociétés de bourse entre
leurs fonds propres et le montant des risques encourus sur les
titres émis par un émetteur ou par un même groupe d'émetteurs.**

LE MINISTRE DES FINANCES ET DES INVESTISSEMENTS EXTERIEURS

Vu le Dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs, tel qu'il a été modifié et complété, notamment son article 60 ;

Sur proposition du conseil déontologique des valeurs mobilières ;

ARRETE :

Article premier : La valeur totale des positions nettes prises par les sociétés de bourse dans le cadre de la contrepartie sur les différentes valeurs émises par un même émetteur doit être en permanence inférieure à 40% des fonds propres nets desdites sociétés de bourse.

Toutefois, cette règle ne s'applique pas aux valeurs émises ou garanties par l'Etat.

Article 2 : Les positions nettes visées à l'article premier ci-dessus prises sur les valeurs émises par un même émetteur comprennent les positions prises sur des titres de capital, des titres de créance ou autres titres négociables émis ou garantis par cet émetteur.

Article 3 : La valeur totale des positions nettes d'un même client doit être en permanence inférieure à une proportion de 10 fois les fonds propres nets des sociétés de bourse.

Toutefois, les dispositions du 1^{er} alinéa du présent article ne s'appliquent pas lorsque le client est, selon le cas :

- un établissement détenant directement ou indirectement la majorité du capital de la société de bourse ;
- un établissement dont la majorité du capital est détenue directement ou indirectement par l'entité qui détient directement ou indirectement la majorité du capital de la société de bourse ;
- un établissement dont la société de bourse détient directement ou indirectement la majorité du capital.

Article 4 : Pour l'application du présent arrêté, on entend par :

- position prise dans le cadre de la contrepartie sur une valeur donnée : le total des titres de cette valeur acquis par une société de bourse pour son propre compte ;
- position client prise sur une valeur donnée : le montant d'une transaction sur cette valeur, négociée et non encore dénouée ;
- position nette sur une valeur : le solde obtenu après compensation des positions à l'achat et des positions à la vente prises sur cette valeur. La position nette peut être une position nette à l'achat, lorsque les positions à l'achat sont supérieures aux positions à la vente, ou une position nette à la vente dans le cas contraire.

Article 5 : Les fonds propres nets pris en compte au titre du présent arrêté comprennent :

- le capital social ;
- les primes d'émission, de fusion et d'apport ;
- les écarts de réévaluation ;
- les réserves ;
- le report à nouveau créditeur ;
- les provisions réglementées.

Le tout diminué, le cas échéant :

- du montant du capital souscrit non encore appelé ;
- du résultat provisoire de l'exercice en cours, s'il est déficitaire ;
- du report à nouveau débiteur ;
- du résultat net débiteur en instance d'affectation ;
- des immobilisations en non valeurs nettes des amortissements ;
- des immobilisations incorporelles nettes des amortissements et des provisions pour dépréciation ;
- des titres de placement, de participation et de filiales détenus dans le capital des autres sociétés de bourse, nets des provisions pour dépréciation ;
- des titres de placement détenus dans des sociétés actionnaires de la société de bourse concernée ;
- des avances consenties aux actionnaires ;
- des moins values nettes éventuelles sur l'ensemble des opérations non encore intégrées au résultat provisoire.

Article 6 : Le présent arrêté sera publié au Bulletin officiel.

Rabat, le 11 ramadan 1417 (20 janvier 1997).

MOHAMMED KABBAJ

FIGURES ET TABLEAUX

Les figures :

▪ Figure n° 1 :	Délimitation de la problématique et recueil de l'information...	9
▪ Figure n° 2 :	Analyse des entretiens.....	12
▪ Figure n° 3 :	Développement de la stratégie.....	18

Les tableaux :

▪ Tableau n° 1 :	Capitalisation boursière des actions et PIB (1998-92).....	6
▪ Tableau n° 2 :	Fiche récapitulative des idées par entretien	14
▪ Tableau n° 3 :	Normalisation des idées.....	14
▪ Tableau n° 4 :	Analyse prospective des idées principales.....	16
▪ Tableau n° 5 :	Analyse de causalité entre les idées principales.....	16
▪ Tableau n° 6 :	Evaluation des axes stratégiques.....	19
▪ Tableau n° 7 :	Test de cohérence des axes stratégiques	19
▪ Tableau n° 8 :	Analyse de faisabilité des axes stratégiques.....	20
▪ Tableau n° 9 :	Capitalisation boursière des actions et PIB (1988-92).....	27
▪ Tableau n° 10 :	Capitalisation boursière des principales actions (1988-92).....	27
▪ Tableau n° 11 :	Vitesse de circulation des actions (1988-92).....	29
▪ Tableau n° 12 :	Volume de transaction des principales actions (1988-92).....	29
▪ Tableau n° 13 :	Cessions directes des actions (1988-92).....	31
▪ Tableau n° 14 :	Rendement moyen général des actions (1988-92).....	31
▪ Tableau n° 15 :	Conditions d'introduction en bourse.....	36
▪ Tableau n° 16 :	Transactions des sociétés de bourse (1996).....	41
▪ Tableau n° 17 :	Comparaison entre les SICAV et les FCP.....	43
▪ Tableau n° 18 :	Ventilation de l'actif net des OPCVM.....	46
▪ Tableau n° 19 :	Modes de cession des sociétés privatisées par OPV.....	59

▪ Tableau n° 20 : Taux de souscription des OPV.....	63
▪ Tableau n° 21 : Décalage entre les privatisations par le marché financier.....	71
▪ Tableau n° 22 : Décote par action des sociétés privatisées par OPV.....	76
▪ Tableau n° 23 : Objectifs boursiers des privatisations par le marché financier	86
▪ Tableau n° 24 : Capitalisation boursière des sociétés privatisées (1993-96)	88
▪ Tableau n° 25 : Capitalisation boursière des actions (1993-96).....	88
▪ Tableau n° 26 : Capitalisation boursière des principales actions (1993-96)....	89
▪ Tableau n° 27 : Volume de transaction des sociétés privatisées (1993-96).....	90
▪ Tableau n° 28 : Vitesse de circulation des actions des sociétés privatisées (1993-96)	92
▪ Tableau n° 29 : Structure de la liquidité du marché (1993-96).....	92
▪ Tableau n° 30 : Part des cessions directes dans les transactions des sociétés privatisées (1993-96).....	94
▪ Tableau n° 31 : Volume de transaction par type de valeur (1993-96).....	94
▪ Tableau n° 32 : Rendement général par action des sociétés privatisées (1993-96).....	96
▪ Tableau n° 33 : Rendement pour 100 DH investis en bourse.....	97

TABLE DES MATIERES

Introduction générale	1
0.1. Présentation de la recherche.....	3
0.2. Présentation de la méthodologie.....	7
 Première partie 	
La bourse des valeurs, support de la privatisation	22
Chapitre 1 : La bourse des valeurs, un marché en chantier	24
1.1. L'atonie de la bourse des valeurs.....	25
1.1.1. La faiblesse des indicateurs boursiers.....	26
1.1.2. Les facteurs structurels de l'atonie de la bourse.....	32
1.2. Les axes de la réforme boursière.....	33
1.2.1. Les nouvelles autorités du marché.....	34
1.2.2. La professionnalisation de l'intermédiation boursière.....	39
1.2.3. Les OPCVM, des structures dédiées à la collecte de l'épargne....	42
1.2.4. La rénovation des systèmes de cotation et de détention des titres	47
Conclusion du chapitre 1.....	51
Chapitre 2 : La fonction de la bourse dans le processus de privatisation	54
2.1. La bourse : un mode de cession minoritaire.....	55
2.1.1. La cession par offre publique de vente.....	56
2.1.2. L'influence des expériences française et anglaise.....	57
✕ 2.2. L'apport culturel et économique de la bourse.....	60
2.2.1. La bourse, baromètre du processus de privatisation.....	60
2.2.2. La bourse, moyen de légitimation du processus de privatisation...	61
Conclusion du chapitre 2.....	64
Conclusion de la première partie	66

Deuxième partie

Le processus de privatisation, catalyseur de la bourse des valeurs 67

Chapitre 3 : La régularité du déroulement des privatisations par le marché financier	69
3.1. Les contraintes liées à l'audit et à l'évaluation.....	70
3.1.1. L'audit et la planification des privatisations.....	72
3.1.2. L'évaluation du cours d'introduction en bourse.....	74
3.2. Les contraintes liées au transfert.....	77
3.2.1. La contrainte liée à la procédure de cession.....	77
3.2.3. La contrainte liée au secteur d'activité.....	78
3.2.3. La contrainte liée à l'entreprise.....	80
Conclusion du chapitre 3.....	82

Chapitre 4 : L'impact du processus de privatisation sur le marché des actions	84
4.1. La revitalisation des indicateurs boursiers.....	85
4.1.1. La capitalisation boursière.....	85
4.1.2. Le volume des transactions.....	87
4.1.3. Le rendement général.....	95
4.2. L'amorce de la désintermédiation financière.....	98
4.2.1. L'intégration de la bourse dans les indices de la SFI.....	98
4.2.2. L'infusion de la culture boursière.....	100
Conclusion du chapitre 4.....	103

Conclusion de la deuxième partie	105
---	-----

Troisième partie

Privatisation et marché boursier, une dynamique au service de la désintermédiation financière 106

Chapitre 5 : De l'entreprise fermée à une entreprise ouverte	108
5.1. Des faiblesses financières des entreprises privées.....	109
5.1.1. Le surendettement des entreprises privées.....	109
5.1.2. Le manque de transparence des entreprises privées.....	112
5.2. Des apports de l'ouverture du capital.....	113
5.2.1. La mobilité du capital de l'entreprise.....	114
5.2.2. Le financement de la croissance.....	115
Conclusion du chapitre 5	117
Chapitre 6 : La bourse des valeurs, Quelle stratégie de croissance ?	119
6.1. Introduire de nouvelles sociétés.....	120
6.1.1. Elargir le premier compartiment	121
6.1.2. Démarrer le deuxième Compartiment.....	122
6.2. Mettre en oeuvre un plan d'action.....	123
6.2.1. Réglementer les prises de contrôle.....	123
6.2.2. Accorder l'amnistie fiscale.....	125
6.2.3. Lancer une campagne de communication.....	127
6.3.4. Favoriser le rapprochement entre les entreprises de taille moyenne.....	128
6.2.5. Solliciter le capital-risque.....	130
Conclusion du chapitre 6.....	132
Conclusion de la troisième partie	134
Conclusion générale	135
Bibliographie	144
Annexe n°1 : la liste des interviewés, la thématique et le guide d'entretien	151
Annexe n°2 : le dahir portant loi n°1-93-211 modifié par la loi n°34-96 et les arrêtés d'application relatif à ce dahir	162
Figures et tableaux	
Table des matières	

