

**SYNTHESE**  
**MEMOIRE PRESENTE POUR L'OBTENTION DU**  
**DIPLOME DU CYCLE SUPERIEUR DE GESTION**

**LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION**  
**FINANCIERE AU MAROC : CAS DES SOCIETES COTEES**  
**A LA BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA**

**PAR MESSIEURS:**

**KHALID BOUDOUMA**

**KHALID BENDAOU**

**JURY:**

■ **Président :**

- **Monsieur Hassan CHAGAR** : Professeur à l'**ISCAE**

■ **Suffragants :**

- **Mlle Fouzia ZAABOUL** : Chef de la Division du marché des capitaux au **Ministère des Finances**
- **M. Abdelhay BENABDELAHADI** : Professeur à l'**ISCAE**
- **M. Fouad AMARA** : Professeur à la Faculté des Sciences Economiques et Juridiques de Salé
- **M. Haddi GHARIB** : Président de la **SMAF** Société Marocaine des Analystes Financiers

**Juillet 2007**

# PLAN

<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>4</b>
PROBLEMATIQUE :.....	6
OBJECTIFS DE LA RECHERCHE.....	12
<b>PARTIE I : TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE : CADRE THEORIQUE ET CONTEXTUEL</b> .....	<b>13</b>
<b>INTRODUCTION</b> :.....	<b>13</b>
<b>CHAPITRE I : REFERENTIEL DE MESURE</b> .....	<b>14</b>
Section 1 : Le concept manageriel : la transparence de l'information financière .....	14
Section 2 : Contexte et lieu de l'étude .....	20
Section 3 : Le métier bousier .....	21
<b>CHAPITRE II : REPERAGE INTERNATIONAL: BENCHMARKING</b> .....	<b>26</b>
Section 1 : Expérience américaine : Scandale financier international d'Enron / origine et traitement.....	26
Section 2 : modèle français .....	29
Section 3 : modèle tunisien.....	29
<b>PARTIE II : PROCESSUS DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE AU MAROC</b> .....	<b>31</b>
<b>INTRODUCTION</b> :.....	<b>31</b>
<b>CHAPITRE I : DESCRIPTION DE LA DEMACHE D'INVESTIGATION</b> .....	<b>32</b>
1. La population de l'étude.....	32
2. Méthodes et instruments de recherche .....	33
<b>CHAPITRE II : BILAN DIAGNOSTIC DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE</b> .....	<b>34</b>
Section 1 : Cadre légale et réglementaire.....	34
Section 2 : Contrôle et régulation de l'information financière.....	37
Section 3 : Traitement et analyse de l'information financière.....	38
<b>CHAPITRE III : ANALYSE DU PROCESSUS DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE</b> .....	<b>41</b>
Section 1 : Transparence de l'information financière .....	41
Section 2 : Méthode d'analyse SWOT.....	45

**CHAPITRE IV : DEVELOPPEMENT STRATEGIQUE DES RECOMMANDATIONS**

..... 47

Section 1 : Options stratégiques..... 47

Section 2 : Mix de la transparence de l'information financière..... 51

**CONCLUSION** ..... 55

# INTRODUCTION

La situation macroéconomique du Maroc continue dans l'amélioration et les perspectives pour 2007 sont favorables après un ralentissement de la croissance au cours de l'année 2005 suite aux mauvaises conditions atmosphériques.

L'action des institutions monétaires internationales confirme la tendance de croissance que connaît le Maroc ces dernières années<sup>1</sup>.

Ainsi, la note d'information publiée par le FMI le 11 octobre 2006, la situation budgétaire marocaine s'améliore notamment avec les progrès considérables réalisés en matière de libéralisation des échanges. Selon le FMI le Maroc, qui a souscrit à la norme spéciale de diffusion des données (NSDD)<sup>2</sup> en décembre 2005, continue d'améliorer la qualité et la diffusion de ses statistiques et d'accroître la transparence de sa politique économique.

En dépit d'une pluviométrie instable et moins clémente pendant cette dernière décennie, le PIB a enregistré une variation positive entre 2005 et 2006 de plus de 8 %.<sup>3</sup> Cela est dû principalement, aux flux des investissements étrangers qui ont choisis de financer une série de projets, créant par conséquence une dynamique perceptible dans l'économie nationale. Ce mouvement a eu des retombées positives sur l'ensemble des secteurs constituant le tissu économique marocain, notamment le secteur financier et en particulier le marché boursier qui connaît une véritable renaissance ces derniers temps après la crise des années 1999 et 2001.

Etant un secteur d'actualité, le marché boursier ne peut ignorer l'intérêt que revêt l'information financière qui constitue le soubassement inévitable de toute opération ou transaction boursière. La question qui s'impose est de savoir comment une information peut influencer négativement ou positivement le cours d'une société cotée ? D'où d'intérêt de porter la lumière sur la qualité de l'information financière et les conditions qui concourent en faveur ou contre la transparence recherchée principalement par les clients de ces produits, à savoir les investisseurs.

Le circuit emprunté par l'information financière est scindé en trois phases essentielles. La première étape commence avec la production des états financiers et la certification des comptes par les commissaires aux comptes mandatés par les

---

<sup>1</sup>Fond Monétaire International : Note d'information au public n° 6/15, Washington, 2006

<sup>2</sup> Fond Monétaire International : Directive sur la norme spéciale de diffusion des données, Washington, 1998

<sup>3</sup> Statistique provenant du Haut Commissariat au Plan

entreprises faisant appel public à l'épargne. La deuxième phase n'est autre que cette dernière opération qui ne se limite pas uniquement au respect des obligations légales de publier les comptes dans les JAL (journaux d'annonces légales), mais s'étend pour englober la stratégie de communication institutionnelle suivie par la société cotée à la Bourse.

La dernière étape de ce circuit est le traitement et l'analyse de l'information financière diffusée par les sociétés. Cette phase est d'une grande importance. Il s'agit de la lecture et l'interprétation, de l'information financière brute, par les spécialistes du domaine représentés principalement par les analystes financiers en vue d'apporter à l'information diffusée la valeur ajoutée recherchée par l'investisseur.

A l'instar des autres pays qui ont été bouleversés par des scandales financiers, le secteur boursier au Maroc a connu ces dernières années des cas similaires. Dans ce contexte, des questions liées à la pratique de la gouvernance dans les entreprises marocaines, l'éthique et la déontologie dans les affaires, s'imposent et restent toujours posées en attente des réponses.

Le présent travail de recherche propose de mettre en exergue une partie de ces questions, en se référant au benchmarking européen et américain, dans le but d'apporter la lumière sur les améliorations possibles et les propositions susceptibles de garantir une information financière de qualité au Maroc.

Conscient de l'importance de l'information financière, le gouvernement marocain, a entrepris depuis la fin des années 80, une réforme globale qui a touché à la fois la normalisation comptables ainsi que l'organisation et le développement des métiers y afférents<sup>4</sup>.

En fait, l'amélioration de l'information financière des entreprises est une des composantes essentielles au développement économique durable du Maroc. Premièrement, une information financière de qualité renforcera l'architecture financière du pays et réduira le risque de crises et scandales financiers dont les conséquences sur l'économie ont un effet néfaste démontré tant au Maroc qu'au plan international. Deuxièmement, elle contribuera à l'investissement étranger et

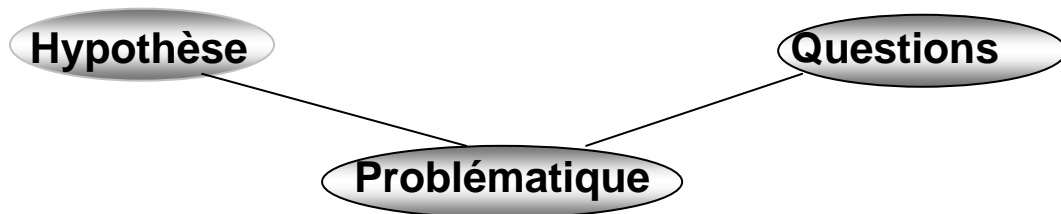
---

<sup>4</sup> Allocution de Monsieur le Ministre des Finances et de la Privatisation à l'ouverture de la Table Ronde sur le développement d'un plan d'action pour l'amélioration de l'information financière et la normalisation comptable au Maroc organisée par la Banque Mondiale les 18 et 19 février 2003 à Rabat

favorisera le développement international des entreprises marocaines. Enfin, elle contribuera à la mobilisation de l'épargne nationale.

## **PROBLEMATIQUE :**

### **1 - Trilogie : Problématique, hypothèse et questions.**



#### **1.1 Problématique :**

La problématique objet du présent travail de recherche est posée en cette grande question : **Quelle transparence de l'information financière au Maroc : Cas des sociétés cotées à la BVC ?**

#### **1.2 Hypothèses**

La problématique trouve son origine à travers un pré diagnostic qui permet la constatation d'un ensemble d'hypothèses qui se présentent comme suit :

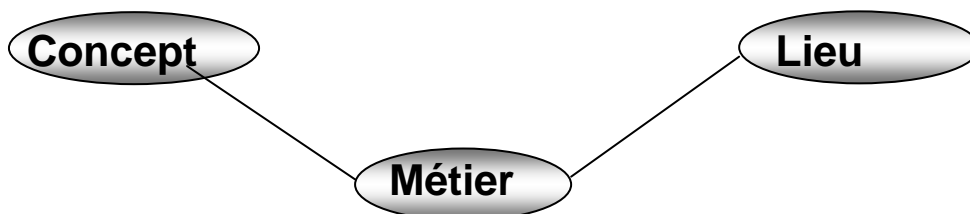
1. Les normes comptables utilisées au Maroc ne favoriseraient pas la transparence de l'information financière
2. le cadre actuel ne donnerait pas au CDVM l'autorité nécessaire pour mener à bien sa mission de contrôle de l'information financière.
3. Les entreprises marocaines dont les structures sont à prédominance familiale ne faciliteraient pas la transparence en matière d'information financière.
4. les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca ne respecteraient pas leurs obligations en matière de communication de l'information financière requises par le CDVM : cas des sociétés radiées de la cote et des entreprises ayant subi un retraitement de leur états financiers.
5. les sources proposées de l'information financière ne permettent pas aux analystes financiers d'accomplir leur mission pour la vulgarisation de l'information.
6. la complexité des procédures de publication de l'information financière.

7. l'absence d'un contrôle de qualité de l'exercice des professions comptable et financières.

### 1.3 Questions :

Afin de pouvoir vérifier la pertinence des hypothèses annoncées il est proposé une série de questions de recherche. Les réponses aux questions, qui ont fait l'objet du questionnaire et des guides d'entretien, apporteront certainement des données permettant d'infirmer ou de confirmer les hypothèses déclarées

## 2 - Trilogie : Métier, concept et lieu + Client



### 2.1 Le métier : le marché boursier :

En parallèle au développement des marchés financiers classiques à savoir les marchés de change, hypothécaire ou bancaire le marché boursier occupe une place de plus en plus importante dans l'investissement. En dépit des risques qu'il présente il constitue une source attractive et pragmatique pour le financement des entreprises et l'investissement pour les épargnants.

La bourse constitue a priori, comparativement aux autres marchés, un marché transparent où tous les opérateurs possèdent une parfaite connaissance des éléments composant le marché. Grâce au « crieur » ou à l'affichage électronique tel que pratiquait aujourd'hui, tout est connu pour tous au même temps.<sup>5</sup>

Par ailleurs cette transparence reste théorique dans la mesure où l'information nécessaire pour l'intervention en bourse reste globalement incomplète. Le cours à lui seul ne suffit pas pour se renseigner sur la vie du titre, d'autres informations tel que les résultats prévisionnels de l'entreprise, sa stratégie, ses principales alliances etc.

---

<sup>5</sup> Alain Choinel et Geranrd Rouyer. Le marché financier : structures et acteurs, Banqueéditeur, 1999.

sont à prendre en considération ce qui pousse à réfléchir sur le degré de la transparence de l'information financière dans le secteur boursier.

## **2.2 Le concept : Le mix de la gouvernance, l'éthique et la déontologie**

L'éthique est une « réflexion qui intervient en amont de l'action et qui a pour ambition de distinguer la bonne et la mauvaise façon d'agir ». <sup>6</sup> Le comportement éthique est donc une réflexion sur la façon d'agir bien, propre à chacun, il se reflète à travers les décisions d'une organisation.

L'éthique dans l'entreprise est certes d'une grande utilité pour la régulation du système économique et financier. Elle contribue à l'instauration d'un climat de confiance entre les parties prenantes dans la création de richesses de l'entreprise.

La formalisation de l'éthique en entreprise se traduit par la rédaction d'un ou plusieurs documents exposant ses valeurs, idéaux, croyances, principes ou prescriptions.

Les codes de déontologie et les lois sont les premières réponses à l'instauration et à la mise en application de la réflexion d'éthique dans l'entreprise.

Le concept de la gouvernance d'entreprise interpelle le haut de la pyramide au sein de l'entreprise. Elle a commencé à se développer depuis les scandales comme Enron.

L'éthique s'avère utile puisque les lois et les démarches en matière de gouvernance d'entreprise se sont développés ces dernières années pour assurer la confiance de tous les prenants au système économique et financier, la confiance étant le principal facteur régulant le marché financier en général et le marché boursier en particulier.

Ainsi, le respect des normes d'éthique et des chartes déontologiques couplé à une bonne gouvernance constitue la pierre angulaire pour la transparence de l'information financière. Dans le présent sujet l'on propose la déclinaison de ces concepts sur le métier du marché boursier en vue de montrer la pertinence de la problématique à développer dans le deuxième chapitre.

---

<sup>6</sup> **YILMAZ, Nabige.** La démarche éthique, autorégulatrice de l'économie. Faculté de Sciences Economiques – Gestion Université I Clermont-Ferrand. . [En ligne]. Disponible sur Internet :<http://www.cge.asso.fr/> (page consultée le 17/12/2006)

Les sociétés cotées à la BVC étant soumises à des règles bien définies par la réglementation, notre réflexion sur l'éthique propose de confronter les valeurs qui en découlent aux pratiques menées par la gouvernance. De ce fait, la délimitation du champ de la recherche dicté par le sujet impose d'aborder cette réalité de l'angle des pratiques courantes des entreprises en matière de la communication financière.

### **2.3 Le lieu : Maroc**

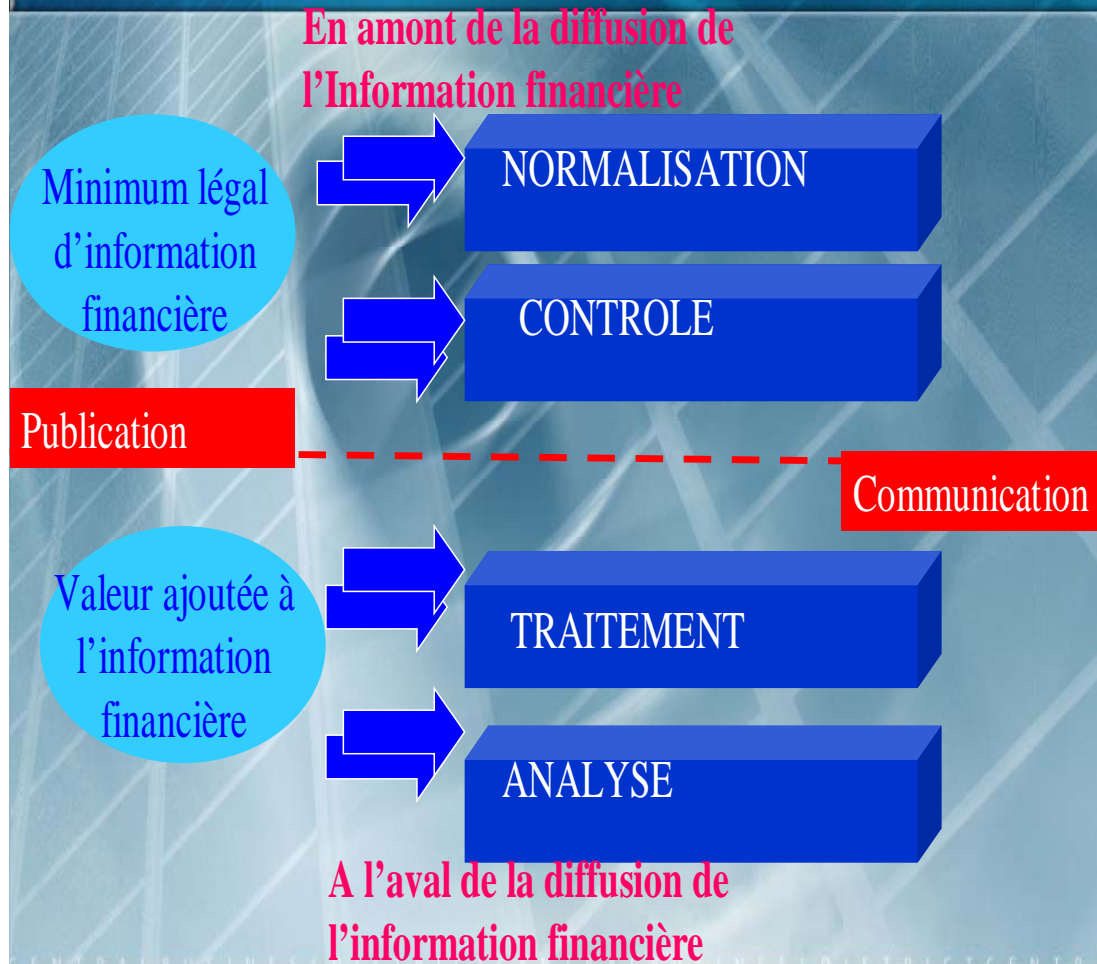
L'espace abritant le présent travail de recherche est limité au territoire marocain étant donné que le pays dispose d'une seule place boursière à savoir celle de Casablanca. Le périmètre de recherche englobe les acteurs intervenant en amont et à l'aval de la publication de l'information financière nécessaire au fonctionnement du marché boursier marocain. Ainsi la problématique trouve son essence dans la recherche de la transparence en parcourant le chemin suivi par l'information financière ou tout simplement le processus de l'information financière.

### **2.4 Le client :**

Sur le plan éthique et déontologique la SMAF association Marocaine des analystes Financiers prend en charge la tâche de la vulgarisation de l'information financière aux investisseurs notamment les particuliers. Sa contribution pour l'amélioration de la transparence de l'information financière s'est traduite, depuis sa création en 2003 , par l'organisation de deux palmarès pour primer les meilleurs sociétés cotées à la BVC en communication financière. Dans ce contexte et suite à nous divers entretiens avec son président Monsieur Hadi Gharib, l'association voie en notre travail de recherche une bonne initiative susceptible de contribuer au développement du secteur.

Etant donné que la question de transparence est dans le centre d'intérêt de la SMAF notre travail s'inscrit dans les efforts déployés entre autres par l'association pour l'enrichissement du secteur et l'amélioration de l'information financière au Maroc.

# PROBLEMATIQUE : PROCESSUS DE L'INFORMATION FINANCIERE



### 3 - Contexte de la problématique

ENRON, WORLDCOM, VIVENDI UNIVERSAL, PARMALAT, ... Ces scandales financiers constituent à l'évidence des contre-exemples de Bonne Gouvernance d'Entreprise<sup>7</sup>. Ces « affaires » aux conséquences économiques et sociales considérables ont engendré une crise de confiance qui a, d'une part, ébranlé l'ensemble de l'édifice économique et financier et, d'autre part, montré la nécessité de revoir les mécanismes de régulation et de contrôle à tous les niveaux.

<sup>7</sup> BELKAHIA. Intervention lors du séminaire organisé par la BM en 2003 sur la gouvernance des entreprises. 2003

Ces affaires ont révélé également que la gouvernance des entreprises est l'affaire de tous car les salariés, les retraités, les créanciers, nombre de petits porteurs et la communauté dans son ensemble ont été touchés. Aussi, la société toute entière se trouve-t-elle aujourd'hui interpellée sur sa capacité à mettre en oeuvre des dispositifs efficaces de surveillance et de contrôle de l'activité des dirigeants d'entreprises.

Afin de garantir les bons arbitrages et orienter efficacement les ressources financières vers les secteurs et les entreprises les plus contributifs à la croissance, La transparence de l'information financière de qualité et la transparence dans les échanges financiers entre l'Entreprise et ses actionnaires constituent un principe fondamental qu'il faut respecter. Ainsi, l'épargne canalisée participe à l'accroissement des sociétés cotées.

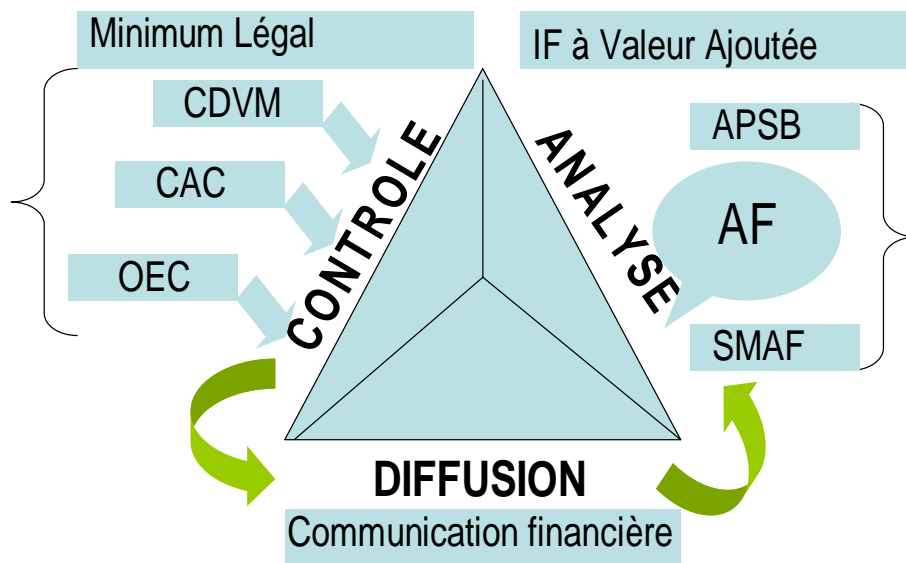
Depuis une dizaine d'années le Maroc n'a pas cessé d'entreprendre des réformes pour promouvoir le marché boursier, notamment pour garantir la transparence, la qualité et la disponibilité de l'information financière. Néanmoins, les scandales financiers qui ont secoué dernièrement le Maroc à travers certaines affaires les plus médiatisées (CNCA, CIH, BNDE, ...) montrent que notre pays souffre d'une réalité à laquelle il doit faire face.

En marge des entreprises publiques et des PME, le Maroc compte un certain nombre de grands groupes privés faisant appel public à l'épargne et la Bourse de Casablanca enregistre une capitalisation de 252 milliards de DHS à fin 2005, ce qui représente 55% du PIB national, d'où l'enjeu est de taille.

A travers la lecture de ces événements et après avoir pris connaissance du référentiel marocain l'on peut aboutir à soulever une grande question à savoir : Quelle transparence pour l'information financière au Maroc ?

## 4 - Triangle de la qualité de l'information financière

# Triangle de la qualité



## OBJECTIFS DE LA RECHERCHE

### 1.1 les objectifs généraux :

Montrer l'intérêt de la transparence de l'information financière et son impact sur l'amélioration de l'investissement dans le secteur boursier est l'une des principales questions abordée dans notre étude. En fait, l'investissement en bourse est sensible à la qualité et la véracité de l'information financière diffusée par les sociétés cotées. Il est de même pour la fluctuation des cours qui subit des variations reflétant le feedback du marché à l'information financière circulante.

La mise au point sur le rôle des institutions et des acteurs responsables de contrôle, de la régulation et du traitement de l'information financière. L'étude de ces intervenants sur les plans organisationnel et fonctionnel donne une image sur l'état actuel de la transparence de l'information financière ainsi que les améliorations

susceptibles d'être apportées pour donner une dynamique au secteur au niveau du Maroc.

## **1.2 Objectifs méthodologiques**

Le cadrage du présent travail de recherche est orienté vers trois aspects majeurs qui concordent avec les phases de la démarche globale de recherche. Il s'agit de :

1- Analyser le cadre légal et normatif ainsi que les modalités de contrôle suivies pour le contrôle de l'information financière des sociétés cotées à la BVC.

2- Diagnostiquer et analyser la qualité de l'information financière diffusée par les sociétés cotées et traitée par les analystes financiers au Maroc.

3 - Proposer des recommandations pour l'amélioration de la transparence et de la qualité de l'information financière au Maroc.

# **PARTIE I : TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE : CADRE THEORIQUE ET CONTEXTUEL**

## **INTRODUCTION :**

La bourse en tant qu'instrument de placement qui permet aux particuliers de devenir les associés des plus grandes entreprises privées industrielles et commerciales par le biais des actions. Ou de devenir les créanciers de ces sociétés et de collectivités publiques comme l'Etat et les grandes entreprises nationales en achetant des obligations. Pour les entreprises le recours au marché boursier revêt un ensemble d'avantages en termes de levé de fond de croissance et d'investissement.

Cependant l'appel public à l'épargne (APE), via le marché boursier, ne peut atteindre les desseins tracés sans la présence d'une meilleure transparence de l'information financière diffusée.

Ainsi, cette partie sera consacrée au contexte théorique et contextuel du sujet. Pour ce faire, nous abordons trois volets essentiels : un développement du concept théorique supportant le présent travail de recherche avec une des définitions aussi détaillées des fondements et des soubassements des notions de l'éthique des affaires, de la gouvernance et de la déontologie. En parallèle certaines composantes de ce mix conceptuel sont présentées à savoir la normalisation et la communication financière et ce dans le but d'approcher au mieux la notion de la transparence de

l'information financière. Le contexte de l'étude ainsi que le métier dans lequel il intervient feront l'objet d'un développement dans le but de faire connaître l'environnement et le champ du travail de la recherche. Enfin, dans le souci d'enrichissement de cette étude un benchmarking international est effectué.

## **CHAPITRE I : REFERENTIEL DE MESURE**

### **Section 1 : Le concept manageriel : la transparence de l'information financière**

L'information financière relève du cadre juridique précis qui repose sur deux principes essentiels à savoir la transparence et l'égalité de traitement de l'information. Tous les actionnaires, quelle que soit leur origine et indépendamment du nombre des titres qu'ils détiennent ont le droit à la même information.<sup>8</sup>

#### **1-1 L'information financière**

La législation marocaine impose aux émetteurs de publier des informations de nature financière et comptable, suivant certaines modalités bien déterminées. Ces obligations d'information sont prévues tout au long de la vie des valeurs mobilières émises.<sup>9</sup>

Les éléments essentiels de l'information financière sont : le compte de résultat, le bilan, l'annexe et le tableau de flux ou de financement.

##### **1.1.1 Définition :**

Au Maroc, comme dans la plupart des pays, il existe une obligation légale d'établir des comptes annuels, réguliers et sincères donnant une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'entreprise.<sup>10</sup>

##### **1.1.2 Typologie**

###### **a. Information annuelle**

---

<sup>8</sup> La communication financière par Anne GUIMARD, Edition ECONOMICA, 1998.

<sup>9</sup> Guide de communication financière dédié aux émetteurs. CDVM

<sup>10</sup> Finance d'entreprise par Pierre Vernimmen, Ed.Dalloz, 2005.

Pour les émetteurs soumis aux dispositions de la loi sur la SA, ils sont tenus dans les 30 jours calendaires avant la tenue de l'Assemblée Générale Ordinaire AGO de publier les états de synthèse accompagnés du résumé du rapport des commissaires aux comptes, au moment de la publication de l'avis de convocation des actionnaires à l'AGO appelée à approuver lesdits états. Dans les 20 jours calendaires après la tenue de l'AGO : Les états de synthèse consolidés. Dans les 20 jours calendaires qui suivent la tenue de l'AGO : Les comptes consolidés doivent faire l'objet d'une publication<sup>11</sup>.

### **b. Information semestrielle**

Dans les 3 mois suivant la clôture de chaque semestre de l'exercice les comptes sociaux semestriels ainsi que les comptes consolidés accompagnés des attestations du ou des contrôleurs de comptes doivent être publiés dans un JAL.

### **c. Information importante**

Une information importante constitue tout fait intervenant dans l'organisation ou la situation commerciale, technique ou financière des émetteurs, et pouvant avoir une influence significative sur les cours en bourse de leurs titres (en cas de cotation) ou une incidence sur le patrimoine des porteurs de titres (en cas d'APE sans cotation).

## **1-2 Les normes comptables**

La nécessité de rendre compréhensible le langage de l'entreprise avec ces les partenaires a conduit à la mise en place de ce qu'on appelle la normalisation comptable.<sup>12</sup>

### **1.2.1- Définition**

Les normes comportent des principes, des règles, des méthodes intégrées dans un référentiel comptable. Pour être applicable, ce référentiel doit fréquemment être lui-même intégré au sein d'un droit comptable.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> Loi sur la SA : loi n°17/95 relative aux sociétés anonymes telle que promulguée par le Dahir n°1-96-124 du 30 août 1996

<sup>12</sup> Pratique des normes IAS / IFRS : comparaison avec les règles françaises et les IS GAAP par Robert OBERT, Edition DUNODN, 2004.

### **1.2.2 Les normes IAS /IFRS**

En 1973, les représentants des principales organisations comptables d'Australie, du Canada, de France, de Japon, d'Allemagne, du Mexique, des Pays Bas, de Grande Bretagne, d'Irlande et des Etats-Unis ont signés à Londres la charte de la création d'un organisme international, le comité des normes internationales, l'International Accounting Standards Committee (IASC) pour mettre en forme des standards comptable de base appelées IAS (International Accounting Standards), puis depuis 2002 l'IFRS (international Financial Reporting Standards) qui seraient acceptés par le monde en entier.

#### **a Le comité des normes internationales IASC/IASB :**

En 2001 l'IASC a subi une réforme et une nouvelle organisation composée notamment d'une fondation IASC et d'un nouveau conseil dénommé International Accounting Standards board (IASB) a vu le jour.

#### **b Les normes internationales IAS/IFRS :**

Les normes IAS / IFRS ont été instituées en vue d'assurer sur le plan mondiale une convergence de l'information financière et comptable et d'éviter, ce que les chercheurs appellent « la comptabilité créative ».

### **1.2.3 Les normes US GAAP**

Contrairement aux pays européens qui exigent de toutes les sociétés de présenter les comptes individuels et consolidés, aux Etats Unis seules les entreprises faisant appel public à l'épargne ont l'obligation de présenter des comptes au public.

Aux USA la source principale de la normalisation comptable est constitué par les organismes professionnels à savoir l'AICPA (L'American Institute of Certified Public Accounting) créée en 1987 et le FASB (Financial Accounting Satafars Board) créée en 1973. Toutefois, il y a lieu de signaler que la SEC (Securities and Exchange Commission), organe de surveillance et de contrôle des marchés financiers américaines, joue un rôle primordiale pour veiller au respect des normes avec la fourniture d'une information financière fiable et crédible par les sociétés cotées. En dépit du poids dont jouit la SEC, et des quelques recommandations qu'elle a publié

---

<sup>13</sup> Revue Echo Gestion / les normes comptables internationales : les normalisateurs [www.ecogesam.ac-aix-marseille.fr/revue](http://www.ecogesam.ac-aix-marseille.fr/revue) consulté le 10/03/2007

en matière de comptabilisation (SAB, Staff Accounting Bulletins), cette instance a laissé au secteur privé notamment les auditeurs et les commissaires aux comptes la tâche de définir les principes comptables généralement admis US GAAP (Generally Accepted Accounting Principale).

#### **1.2.4 Les normes locales**

Concernant la normalisation comptable, le Maroc s'est doté, pour la première fois, d'un droit comptable, objet de la loi n° 9-88 relative aux obligations comptables des commerçants et du Code Général de la Normalisation Comptable (CGNC), entré en application à partir de 1994.

### **1-3 Communication de l'information financière**

La communication financière vise à donner à l'information financière une portée stratégique en maîtrisant les relations qu'entretient la société cotée vis-à-vis du marché boursier.

#### **1.3.1- Publication au JAL**

Les sociétés faisant appel public à l'épargne sont tenues de publier le contenu des états financiers objet des informations annuelles, semestrielles et importantes (Paragraphe b.1, b.2, b.3 de la partie 1 ci-dessus) par un communiqué de presse inséré dans un Journal d'Annonce Légale (JAL)<sup>14</sup> et adressé à au moins une agence de presse au plus tard le jour de sa publication.

#### **1.3.2 Communication au public**

« La communication financière est définie comme toute activité d'information financière et de promotion de l'image financière de l'entreprise »<sup>15</sup>

C'est un outil qui joue un rôle essentiel dans la démarche de marketing financier et boursier notamment dans l'élaboration et la déclinaison en plans d'action la stratégie financière de l'entreprise.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> Article 18 du Dahir portant loi n°1-93-212 tel que complété et modifié par la loi n°23/01.

<sup>15</sup> DE BRUIN, Robert. Communication financière : image & marketing de l'entreprise. France: Editions Liaisons, 1999.

<sup>16</sup> Jean-Yves Léger. La communication financière  
Bâtir et mettre en œuvre une stratégie de communication financière, Dunod, 2003

La communication financière ne peut être séparée de l'appel public à l'épargne. Les cibles de la communication financière sont classés comme suit<sup>17</sup> :

- Les analystes financiers et les investisseurs institutionnels
- Les actionnaires salariés
- Les actionnaires particuliers
- La presse
- Les clubs d'investissement
- Les porteurs d'obligations ou de billets de trésorerie
- Les banquiers
- Les agences de notation
- Les forces de vente des établissements financiers
- Les clients et fournisseurs
- Les concurrents

## **1-4 Ethique de l'information financière**

### **1.4.1 Code déontologique et Ethique**

Les sociétés cotées à la Bourse des Valeurs sont tenues de formaliser des règles de comportement à suivre au sein de l'entreprise, afin d'assurer, le respect de la déontologie et des règles légales, notamment relatives aux délits boursiers. S'agit du code déontologique.<sup>18</sup>

### **1.4.2 Délit d'initié**

Afin de limiter la circulation et l'utilisation de l'information privilégiée susceptible de conduire à des infractions aux règles légales au sens de l'article 25 du Dahir portant la loi n° 1-93-212 relatif au CDVM les sociétés cotées sont invitées par le CDVM au terme de la circulaire n° 1/05 de mettre en place des mesures organisationnelles, notamment :

---

<sup>17</sup> Rapport de synthèse d'Euro RSCG Omnimium § associés : Observatoire de la communication financière, France, 1996.

<sup>18</sup> Article 3 de la section I de la Circulaire du CDVM n°01/05 du 18 Mars 2005 relative aux règles déontologiques devant encadrer l'information au sein des sociétés cotées.

- Interdiction des transactions sur les actions de la société par les **personnes initiées** en cas de détention d'informations privilégiées, jusqu'au moment de la publication desdites informations.
- Transparence des transactions effectuées sur les actions de la société cotée par les personnes initiées;
- Mise en place de « Murailles de chine »<sup>19</sup> se traduisant par des procédures régissant les flux d'information et permettant une séparation claire et formalisée entre les unités ou activités générant et/ou exploitant des informations privilégiées et les autres unités au sein de la société ;
- Désignation d'un déontologue.

### **1.4.3 Fausse information et rumeurs**

L'information fausse est définie comme étant toute information mensongère, inexacte ou fallacieuse, diffusée dans le but de provoquer un mouvement sur les cours des titres de la société.<sup>20</sup> Alors que la rumeur est une information qui provoque une activité inhabituelle sur des titres cotés à la Bourse des Valeurs.

## **1.5 Gouvernance**

Les deux chercheurs S. SHLEIFER & R. VISHNY définissent la gouvernance comme « Étude des procédés par lesquels les apporteurs de capitaux financiers garantissent la rentabilité de leur investissement »

La gouvernance se présente ainsi d'une part, comme un système de sécurisation des transactions liées à l'apport de ressources financières et d'autre part un moyen garantissant la création de la valeur actionnariale.<sup>21</sup>

---

<sup>19</sup> Article 5 de la section II de la Circulaire du CDVM n°01/05 du 18 Mars 2005 relative aux règles déontologiques devant encadrer l'information au sein des sociétés cotées.

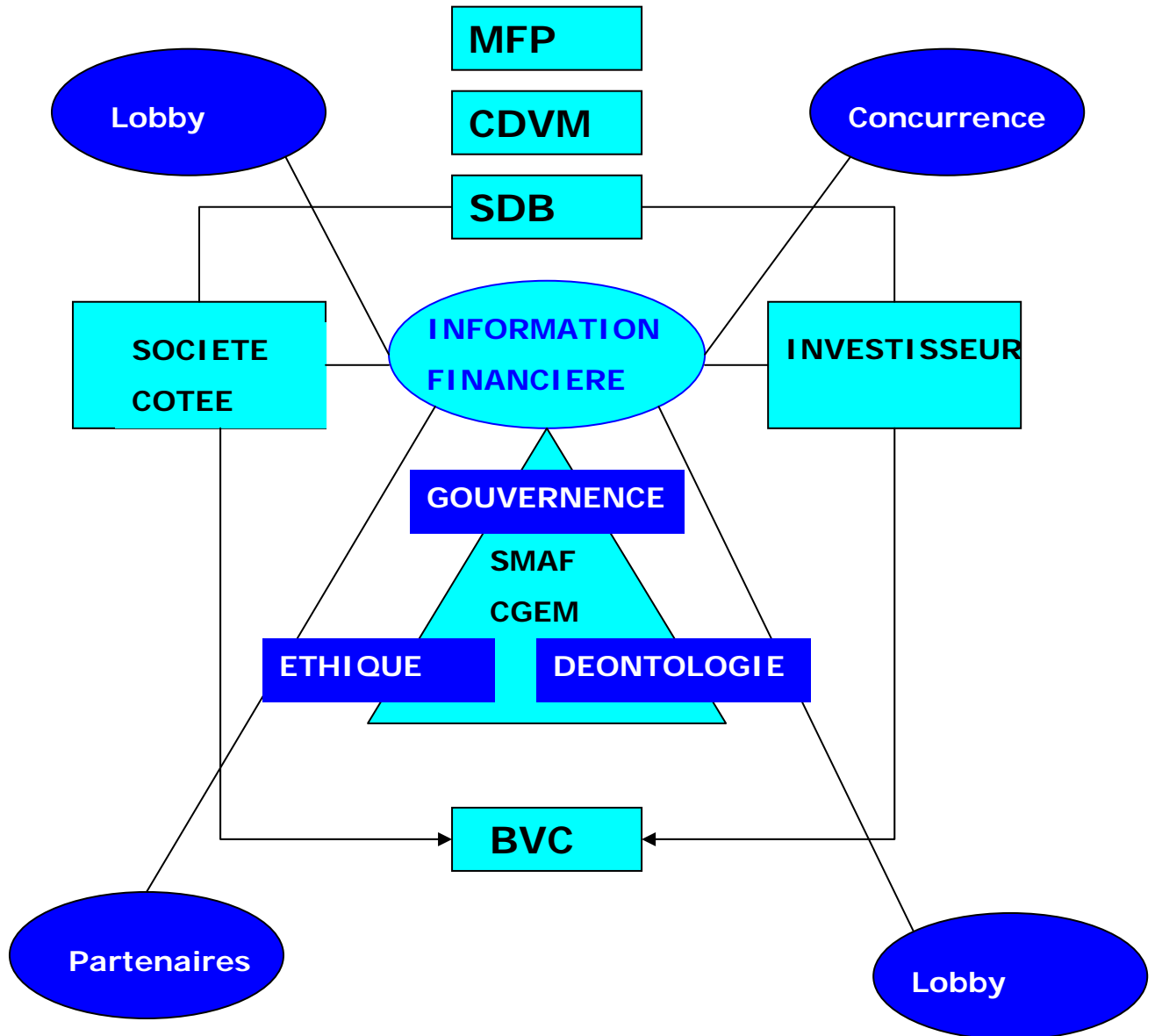
<sup>20</sup> Guide de communication financière dédié aux émetteurs. CDVM

<sup>21</sup> Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale par Gérard CHARREAUX et Philippe DESBRIÈRES / *Université de Bourgogne, 1998*

## Section 2 : Contexte et lieu de l'étude

### 2.1 Etoile stratégique

Les différents intervenants et composants censés garantir cette transparence sont présentés dans le schéma ci-dessous intitulé « étoile stratégique ».



### 2.2 : Intervenants

#### 2.2.1 Les organismes de tutelle de normalisation et de contrôle de l'information financière

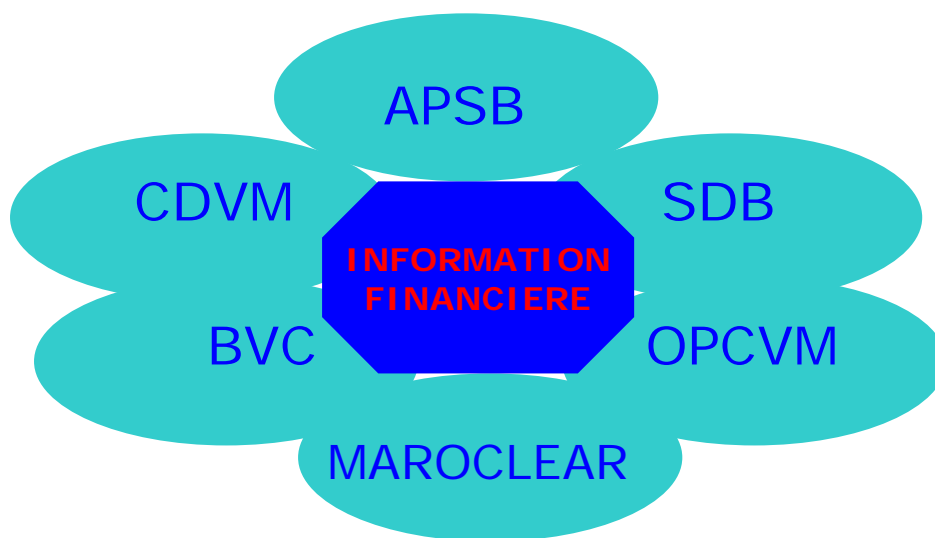
Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières CDVM ,

La Direction de trésor et des Financements Extérieurs du Ministère des Finances DTFE

Le Conseil de la Normalisation Comptable CNC,

L'Ordre des Experts Comptables OEC ,

### **2.2.2 Les organes intervenants dans le circuit de l'information financière au secteur boursier**



APSB / Association Professionnelle des Sociétés de Bourse

SDB / Sociétés de Bourse

BVC / Bourse des Valeurs de Casablanca

OPCVM / Organisme de placement collectif en valeurs mobilières

Maroclear : le dépositaire central

SMAF / Société marocaine des analystes financiers

### **Section 3 : Le métier bousier**

La Bourse joue le double rôle d'être à la fois un lieu de financement pour les entreprises (émission d'actions ou d'obligations) mais également un lieu de placement (investisseurs)<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> Publication de l'APSB. Fiche didactique : Rôle de la bourse : [www.apsb.org.ma](http://www.apsb.org.ma)

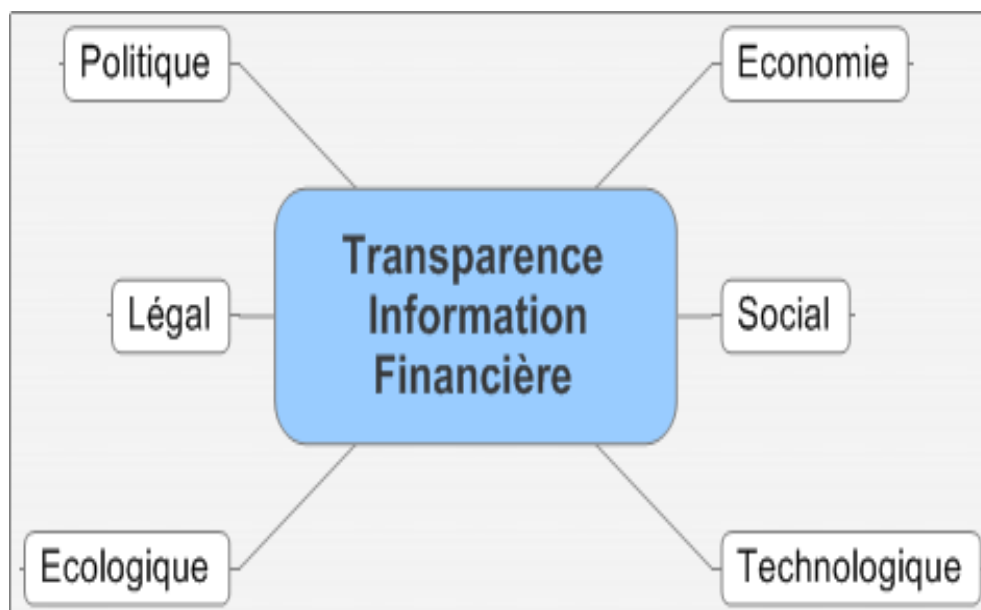
La bourse joue donc un rôle primordial dans l'économie contemporaine, les entreprises y trouvent une partie des capitaux nécessaires à leur expansion tandis que l'Etat y finance le déficit de ses comptes.

Les personnes autorisées à exercer en Bourse sont limitées à certaines catégories d'opérateurs, ce sont les sociétés de bourse qui sont seuls intermédiaires agréés pour opérer en bourse. En effet un particulier ne peut pas intervenir directement sur le marché, il doit obligatoirement transmettre ses ordres à un intermédiaire financier (société de bourse, établissement financier).

Contrairement des marchés de gré à gré sur lesquels les échanges s'effectuent par accord bilatéral entre un acheteur et un vendeur, la bourse est un marché réglementé qui organise :

- La liquidité, c'est à dire la facilité des échanges par la concentration du plus grand possible d'ordres d'achat et de vente.
- L'égalité entre tous les intervenants par la transparence et l'accès instantané au marché.
- La sécurité, par la garantie que les acheteurs seront livrés et les vendeurs payés à date déterminée.

### **APPROCHE PESTEL**



### 3.1 Le Politique

Les marchés financiers sont généralement pilotés par une politique émanant du département des finances en vue de maintenir la consolidation des facteurs concourant à la réussite du secteur. La gouvernance intervient alors pour fixer le cadre valable à long terme en mesure de garantir le développement d'une politique à l'égard des marchés financiers.<sup>23</sup>

Ce cadre repose sur la mise en place des garde-fous aussi bien sur le plan local qu'international en vue d'assurer la sécurité et la stabilité.

Conscient de l'importance de l'amélioration de l'information financière pour le développement du marché boursier et financier de manière générale, le Gouvernement marocain, a entrepris depuis la fin des années 80, une réforme globale de l'ensemble du secteur avec la création de nouvelles instances et organismes de prescription et de régulation du marché boursier.

Parallèlement à l'action gouvernementale, une mission de la banque mondiale a donné naissance au rapport de diagnostic réalisé en 2002 dans le cadre des « Rapports sur le Respect des Normes et Codes » (RRNC en français et ROSC en anglais).

Ce rapport mets l'accent sur les mécanismes institutionnels capables de promouvoir le respect des normes comptables et d'audit en vigueur et d'accompagner les initiatives entreprises par le Maroc dans cette dernière décennie pour améliorer la transparence, la qualité et la disponibilité de l'information financière.<sup>24</sup>

### 3.2 L'Economique

Selon Alain Choinel et Gerard Rouyer<sup>25</sup>, les fonctions économiques du marché financier peuvent être regroupées en cinq thèmes :

- Un circuit de financement de l'économie nationale. Collecter les capitaux auprès des opérateurs économiques en vue de participer au financement des investissements des entreprises

---

<sup>23</sup> André CARTAPANIS / La nouvelle architecture financière internationale : Economie politique internationale et règles procédurales, AFRI, 2001.

<sup>24</sup> RAPPORT SUR LE RESPECT DES NORMES ET CODES (RRNC)/ Banque mondiale, Rabat, 2002

<sup>25</sup> Alain Choinel : sciences Po. Dauphine (doctorat d'Etat) directeur adjoint CIC paris / Gerard Rouyer : HEC, droit, Directeur Général Banque pour l'Industrie Française

- Un moyen d'organiser la liquidité de l'épargne investit à long terme. Elle consiste à prémunir contre le risque d'immobilisation d'une épargne qui hésiterait à s'engager si elle n'était rassurée sur sa faculté de devenir liquide.
- Un instrument de mesure de la valeur des actifs
- Un outil concourant à la mutation des structures industrielles et commerciales, en facilitant les regroupements des entreprises.
- Lieu de négociation du risque.

Au Maroc, la capitalisation boursière a atteint 253 milliards de DH en 2005 (soit 50% du PIB national) et le nombre de sociétés cotées à la BVC est de 62 en 2006 ; ce qui montre l'importance du secteur boursier pour le pays.

### **3.3 Le Social**

Actuellement la notion d'entreprise socialement responsable est en vogue. Cela se matérialise par la déclinaison de la stratégie adoptée de l'entreprise en actions prioritaires vis-à-vis de ses parties prenantes à savoir les collaborateurs, les clients, les fournisseurs, la société civile et l'environnement. Une entreprise citoyenne doit s'efforcer d'être un membre reconnu et respecté de la société, et de contribuer à son développement durable. Cela implique à l'entreprise d'assumer amplement sa responsabilité sociale avec le recours à une communication transparente au sujet de ses activités et ses comptes également.<sup>26</sup>

L'expérience des derniers scandales financiers internationaux montre l'impact social néfaste pourrait avoir les faillites de certaines sociétés qui pratiquent les manipulations comptables en vue de lisser les comptes rendus public. Il suffit juste de rappeler que rien pour le cas ENRON qui a déposé le bilan en 2001, 4 500 salariés se sont trouvés sans emploi ni retraites suite à l'effondrement de la firme américaine.

### **3.4 Le Technologique**

L'entrée en vigueur de la cotation électronique des valeurs mobilières a changé considérablement les comportements de l'activité boursière au Maroc. D'autre part le rôle joué par les NTIC pour rendre accessible l'information au temps opportun

---

<sup>26</sup> César de Brito et al/ L'investissement socialement responsable, Economica, 2005

intervient pour le renforcement de la transparence dans les marchés financiers et boursiers en particulier.

### **3.5 Le Législatif**

Le développement et la mise à niveau du marché bousier ne peut être atteint sans l'adaptation de la réglementation qui le régit aux contraintes du secteur. Les textes qui réglementent le marché bousier marocain et les acteurs intervenants sont inspirés principalement de la législation française. Il s'agit de :

- Loi 17-95 sur les SA
- Loi sur la SBVC
- Loi sur le CDVM,
- Loi sur les OPCVM
- Circulaires du CDVM, arrêtés du MFP etc.

## **CHAPITRE II : REPERAGE INTERNATIONAL: BENCHMARKING**

### **Section 1 : Expérience américaine : Scandale financier international d'Enron<sup>27</sup> / origine et traitement**

Durant cette dernière décennie, le monde des affaires a connu des scandales financiers qui ont secoués différentes places mondiales. Le cas de la société Enron est incontestablement le plus marquant de ces scandales qui attire l'attention sur la question de transparence de l'information financière.

Pour satisfaire ses investisseurs, ENRON a « maquillé » ses comptes pour faire croire que ses bénéfices excellents ne se faisaient pas au détriment de sa substance. Les dirigeants ont ainsi sciemment trompé leurs actionnaires et leurs salariés (ces derniers, qui avaient acheté des actions de leur entreprise, ont ainsi perdu à la fois leur travail et leurs économies). Cette « tromperie » n'a été possible qu'avec « l'aide » de la société internationale d'audit Arthur Andersen qui a trafiqué les comptes qu'elle était chargée d'auditer et de certifier ; en effet Arthur Andersen avait aussi une activité de conseil chez ENRON (en 2000, elle gagnait 27 millions de dollars en conseil et 25 en audit « externe ») ; elle mélangeait ainsi l'audit interne et l'audit externe. Elle a suivi ENRON dans la faillite.

Pendant une décennie, les gros investisseurs (en particuliers le fonds de pension américains) ont exigé des rendements de l'ordre de 15% chaque année, et ils vérifiaient, chaque trimestre, si les résultats financiers des entreprises dans lesquelles ils avaient investi étaient conformes à cette exigence.

Les dirigeants de ces entreprises étaient en quelque sorte contraints à présenter des comptes satisfaisant ces exigences puisqu'ils risquaient que les fonds de pension revendent leurs actions, faisant ainsi chuter violemment leur cours. D'où la tentation de maquiller les comptes plutôt que de risquer la faillite de l'entreprise à cause d'un simple mouvement de Bourse.

L'entreprise Enron avait un code d'éthique particulièrement consistant. Or elle a malmené plusieurs déontologies de professions ou d'entreprises.

---

<sup>27</sup> Source : Association lyonnaise d'éthique économique et sociale. Regards croisés sur l'éthique économique. ALLEES : Lyon,2001

1) L'entreprise change de métier au cours de sa quinzaine d'années d'existence. Partie de la distribution pétrolière, elle se lance dans le négoce de produits-services relatifs à diverses formes d'énergie et de télécommunications avant de plonger au cours des années fatales de la nouvelle économie (1998-2000) dans la spéculation sur le marché à terme des « commodities ». Après une croissance de 1 à 10 pendant ces deux années, ENRON s'écroule en 2001. La déontologie affichée de l'entreprise dans un code d'éthique est rendue inadaptée par le changement de métier exercé.

Par exemple, le code ne disait rien des marchés à terme financiers, que la firme ne pratiquait pas à l'origine, mais qui firent sa perte à la fin. De nouvelles règles de gestion et d'organisation auraient dû entraîner une reformulation de sa charte d'éthique. ENRON a fait preuve d'innovation économique en transformant les marchés de l'énergie en « commodities » donnant ainsi à ce marché plus de fluidité, mais la firme n'a pas su adapter sa déontologie à cette nouvelle profession.

2) Dans le rapport entre ENRON et Arthur Andersen, la déontologie des professions de l'audit n'a pas été respectée. En principe ce doit être la muraille de Chine entre l'audit interne et l'audit externe. Les responsables de l'audit externe ne doivent avoir aucun intérêt personnel ou collectif dans la firme auditée. Or, dans la réalité, la mobilité était incessante entre Arthur Andersen et ENRON. Des experts comptables de la célèbre agence étaient embauchés par ENRON et vice-versa. La déontologie professionnelle du comptable responsable de la certification des comptes devant aboutir à la confirmation de leur exactitude et de leur sincérité était ouvertement bafouée. En l'an 2000, le chiffre d'affaires des activités de conseil était aussi élevé que celui de l'expertise comptable (environ 25 milliards de dollars). Pour sauver son volumineux marché du conseil, le cabinet en est venu à trafiquer les comptes de son client pour les rendre présentables pour le conseil d'administration et l'AG des actionnaires et tenter de sauver la firme. Le piège de la confusion des genres s'est refermé non seulement sur ENRON, mais aussi sur Arthur Andersen.

3) La lucidité des analystes financiers qui conseillent les différents partenaires des marchés financiers (Bourse, banques, conseillers en gestion de patrimoine) a été anesthésiée par un climat d'euphorie leur faisant perdre le sens des réalités. Ils ont cru ou/et fait croire à une nouvelle économie dont la connaissance ne reposait plus sur des indicateurs économiques, mais sur des « espérances ».

4) La déontologie de la presse a été elle-même atteinte. Des articles sévères publiés après coup sur des analystes financiers plus confiants dans des rumeurs du milieu

boursier que dans des analyses économiques que leur insuffisante compétence en macro-économie ne leur permettait d'ailleurs pas de mener, ne peuvent faire oublier qu'un certain nombre de journalistes ont été corrompus par ENRON pour publier des articles soit-disant de nature informative, mais en fait mensongers, car destinés à rassurer les actionnaires de la firme corruptrice.

#### 5) Les défaillances institutionnelles et le cas Enron

Au niveau des institutions, il convient de distinguer celles qui correspondent à des règles et normes explicites de celles qui restent implicites et ne tirent leur force que d'un large consensus social. La première catégorie comprend le cadre légal et les institutions de support. La seconde, moins facile à circonscrire, comporte les règles et normes que les acteurs sociaux, dans leur majorité, suivent effectivement.

Le problème du contrôle des dirigeants. En effet, comment éviter que les dirigeants d'une entreprise ne cherchent que leur propre intérêt au détriment des vraies propriétaires, des actionnaires donc. Ce problème se pose aux US d'autant plus que l'actionnariat est souvent très dispersé laissant ainsi les mains des dirigeants très libres.

La qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi que l'indépendance des experts (notamment des analystes financiers) sont particulièrement importante.

Les banques américaines. Certaines banques parmi les plus connues sur Wall Street sont accusées d'avoir activement participé aux manipulations du bilan de ENRON rendant possible que des prêts accordés à l'entreprise apparaissent comme des revenus dans les bilans. Sous l'angle de l'analyse institutionnelle, on peut évoquer d'abord le fait que ces banques sont presque exclusivement des banques d'affaires et que leur réussite dépend dans une large mesure de leur introduction dans les grandes entreprises. Qu'il s'agisse d'avantages accordés aux dirigeants lors de l'émission de nouvelles actions, ou bien de recommandations élogieuses de la part des analystes financiers et poussant les cours de l'action de l'entreprise ainsi que la valeur des stock options à la hausse, les banques attendent bien évidemment que ces « investissements » portent des fruits.

La réaction du gouvernement américain n'a pas tardé. En juillet 2002 fut promulguée la loi américaine **SARBANES-OXLEY**, qui s'est traduite par l'institution d'un organisme privé de droit américain, à but non lucratif, dénommé **PCAOB** Public Company Accounting Oversight". Autorité de contrôle externe à la profession. Cet organisme se voit confier, en plus du contrôle de l'activité des auditeurs des sociétés

cotées, un rôle déterminant en matière de respect des règles de déontologie, d'indépendance et de discipline. Ses prérogatives s'étendent à:

- L'émission de normes ou d'avis sur les normes d'exercice professionnel élaborées par les organisations professionnelles avant leur homologation.
- L'émission de sanctions à l'encontre des cabinets d'audit en cas de violation des lois et règlements (révocation, suspension, interdiction d'audit de sociétés cotées, sanctions civiles...) .
- La conduite d'enquêtes, d'inspections ou d'investigations incluant l'examen des dossiers de travail des auditeurs et le recours à des témoignages de tiers.

## **Section 2 : modèle français**

En ce qui concerne **la France**, et en réaction à certaines crises et scandales financiers largement médiatisées, une nouvelle législation a été adoptée en vue de garantir la transparence et la fiabilité de l'information comptable et financière des sociétés. Après les Etats Unis et la loi "Sarbanes Oxley Act" du 30 juillet 2002, la France a adopté la loi n°2003-706 du 1er août 2003, dite "Loi de Sécurité Financière", qui assujettit, dès l'exercice 2003, toutes les sociétés anonymes, cotées ou non, à de nouvelles mesures d'information au profit des actionnaires et du public.

Les principales dispositions de cette loi comprennent :

- Le renforcement des autorités de régulation avec la création de l'AMF l'Autorité des Marchés Financiers issue de la fusion de la COB, Commission des opérations de bourse, du CMF Conseil des marchés financiers et de la CDGF Conseil de discipline de la gestion financière;
- Le renforcement de la déontologie et de l'indépendance des Commissaires aux comptes avec la création du Haut Conseil du Commissariat aux Comptes
- L'amélioration de la transparence du fonctionnement des entreprises avec notamment la mise en place du rapport du Président sur le contrôle interne ;
- La création d'un statut pour les analystes financiers.

## **Section 3 : modèle tunisien**

Pour ce qui est du modèle **tunisien**, il est doté presque des mêmes institutions qu'au Maroc. En effet, la Tunisie a entamé la réforme de son secteur financier en 1988. A l'instar du marché boursier marocain le modèle tunisien a connu avec la loi N° 94-117 du 14 Novembre 1994 portant sur la réorganisation du marché

financier une transformation radicale. Cette loi a institutionnalisé de nouvelles structures. Ainsi quatre organismes spécialisés et indépendants sont mise en place à savoir :

- La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis BVMT, entreprise de marché responsable de la gestion, de la sécurité et de la promotion du marché tunisien des valeurs mobilières. Ses actionnaires sont les sociétés d'intermédiation en bourse. Elle s'occupe de l'organisation du marché et la gestion des Séances de Bourse.
- Le Conseil du Marché Financier -CMF- , organisme public chargé du contrôle , de la régulation du marché financier et de la protection de l'épargne investi dans les valeurs mobilières. C'est une autorité publique, indépendante, qui dispose de la personnalité civile et de l'autonomie financière. Son siège est à Tunis.
- La Société Interprofessionnelle de Compensation et de Dépôt des Valeurs Mobilières - STICODEVAM -, Dépositaire Central, chargé du dépôt des valeurs mobilières et de la compensation des opérations boursières.
- Le Fonds de Garantie de Marché FGM est administré par la Bourse, garantit la bonne fin des transactions. Il a fonctionné parallèlement avec le nouveau système de cotation électronique, à partir du 25 octobre 1996<sup>28</sup>.
- Les sociétés d'intermédiation en Bourse qui détiennent le monopole de la négociation en bourse et la garde des titres. De même elles ont la tâche du placement des titres émis par les personnes morales, la gestion de portefeuille et Conseil à la clientèle. A la date du mois de février 2007 le nombre des ces sociétés était de vingt quatre 24 intermédiaires.<sup>29</sup>

Le 15 novembre 1995, le secteur boursier tunisien a connu en parallèle des ces institutions le lancement de l'association des professionnels intermédiaires de la bourse. Il s'agit de :

- L'Association des Intermédiaires en Bourse (AIB) L'AIB est une association chargée de la défense des intérêts des intermédiaires en bourse. Elle donne son avis sur les questions intéressant la profession. Elle fait toute proposition

---

<sup>28</sup> Site web : [http://www.bvmt.com.tn/Bourse\\_Tunis/bourse\\_tunis.html](http://www.bvmt.com.tn/Bourse_Tunis/bourse_tunis.html) consulté le 4/03/2007

<sup>29</sup> Source : M. Fadhel ABDELKEFI Directeur Général de Tunisie Valeurs

concernant le développement du marché financier. Et elle administre le fonds de garantie de marché.

Ainsi, nous constatons que le secteur boursier tunisien jouit d'une infrastructure juridique, technique et légale conforme aux standards internationaux malgré que les transactions boursières sont en deçà de ce qui se passe au Maroc comme le montre le tableau ci-dessous. Néanmoins, il est à signaler que la Tunisie a adopté en 2005 une loi sur la sécurité financière largement inspirée de la Loi sur la sécurité française.

source<sup>30</sup>

	<b>Capitalisation /PIB</b>	<b>Nombre de sociétés</b>	<b>Volume Quotidien ( Millions de Dollars)</b>	<b>Capitalisation Boursière (Millions de Dollars)</b>
<b>Tunisie</b>	<b>15%</b>	<b>49</b>	<b>2.2</b>	<b>4 456</b>
<b>Maroc</b>	<b>53%</b>	<b>64</b>	<b>51.5</b>	<b>46 800</b>

## **PARTIE II : PROCESSUS DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE AU MAROC**

### **INTRODUCTION :**

Dans cette partie nous abordons la problématique tout en ayant un œil sur le contexte marocain avec une mise en évidence des contraintes et des atouts qui caractérisent cet environnement.

Le choix d'une approche méthodologique appropriée basée sur la collecte des données aussi bien de l'investigation documentaire que du celle du terrain, est opéré dans le but de la vérification des hypothèses annoncées dans la première partie de ce travail de recherche.

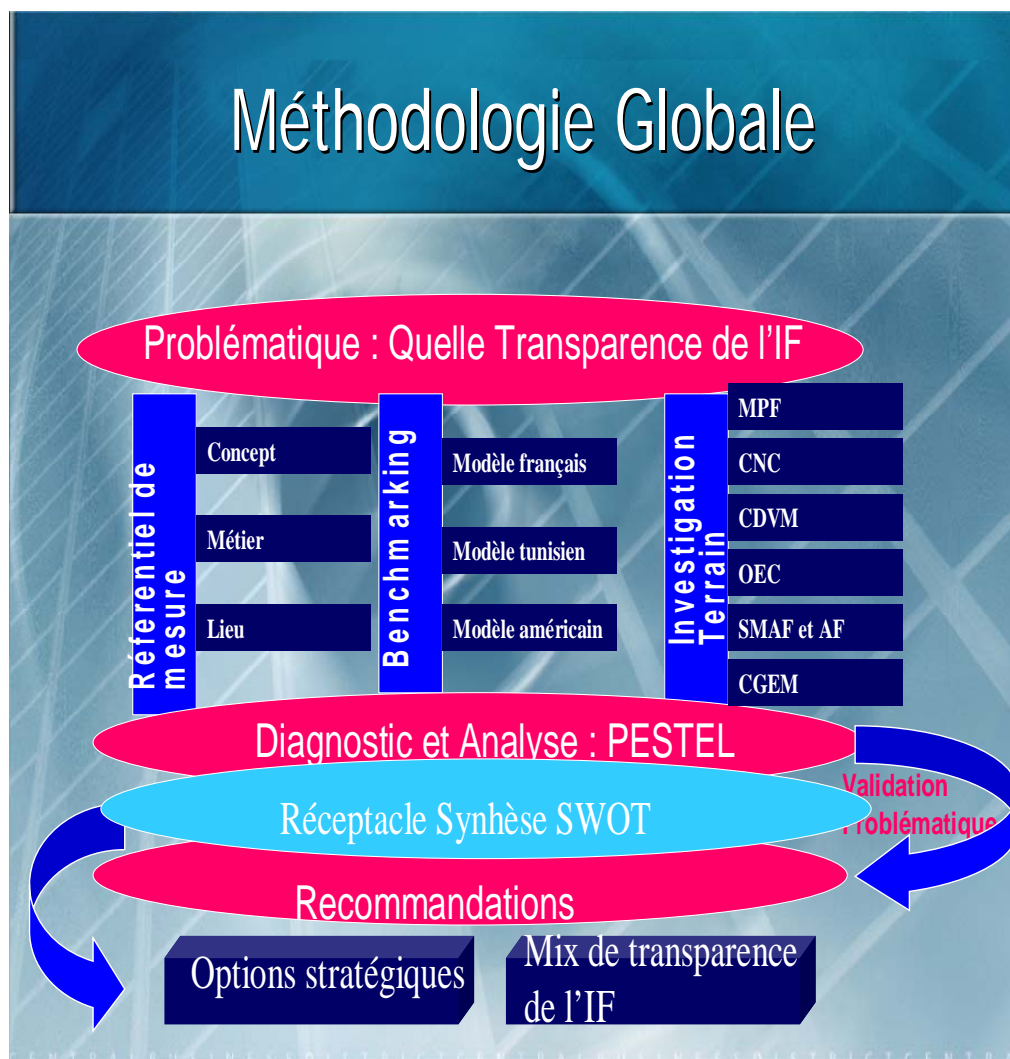
C'est ainsi que les différentes questions de recherches soulevées sont traitées dans chacune des trois phases constituant le processus de l'information financière. Premièrement un diagnostic de la situation relative au cadre légale et réglementaire

---

<sup>30</sup> Source Présentation de **M. Fadhel ABDELKEFI** Directeur Général de Tunisie Valeurs **Le marché financier tunisien Caractéristiques, Comparaison Internationale & Perspectives d'avenir** *Institut Arabe des Chefs d'Entreprises, Tunis- 16 f 16 février 2007*

est établi. Dans un deuxième temps l'état des lieux sur les pratiques de la régulation ainsi que les mécanismes mis en place pour le contrôle est fait. Enfin, nous abordons dans la troisième phase les questions de la fiabilité et de la qualité de l'information financière en mettant en exergue les pratiques et les conditions de traitement et de l'analyse de cette information.

## CHAPITRE I : DESCRIPTION DE LA DEMACHE D'INVESTIGATION



### 1. La population de l'étude

Afin de répondre aux questions de recherche relatives au premier objectif de l'étude, l'enquête a touché les quatre institutions concernées à savoir :

- Le CDVM : organisme de régulation
- La DTFE : administration de tutelle
- Le CNC : Institution de normalisation
- L'OEC : instance d'organisation la profession du commissariat aux comptes

En ce qui concerne le deuxième objectif, l'étude d'évaluation a été centrée sur les analystes financiers qui de par leur profession, sont les premiers utilisateurs de l'information financière. Ils constituent le noyau des ressources humaines des 15 SDB marocaines.

Le nombre global selon la SMAF étant estimé à 30 analystes financiers, l'enquête choisie a opté pour le principe de recensement via l'instrument de questionnaire.

Dans cette même enquête le président de la SMAF ainsi que le président du comité éthique à la CGEM sont ciblés en vue d'apporter des éléments qualitatifs pour une meilleure exhaustivité des données à recueillir.

## 2. Méthodes et instruments de recherche

Pour les deux premiers objectifs, Il s'agit de la méthode **d'investigation du terrain** et de **l'investigation documentaire**.

1. Pour la méthode **d'investigation du terrain**, nous avons utilisé deux instruments de collecte d'information :

- L'interview

Concernant l'objectif n°1, le recours à ce procédé d'investigation utilisant le processus de communication verbale est justifié par le nombre limité et la qualité des interviewés. Dans la pratique l'entrevue avec ces derniers permet de rassembler des informations enrichissantes et supplémentaires d'une grande valeur ajoutée pour le travail de recherche.

- Le questionnaire

Afin d'atteindre le deuxième objectif de la recherche, un questionnaire a été élaboré et distribué aux analystes financiers travaillant aux SDB et aux autres institutions financières. Ce questionnaire a été testé au préalable avant son lancement auprès de la population cible.

2. Pour **l'investigation documentaire**, une analyse et une étude a été effectuée pour toute la documentation et les études menées en liaison avec le thème du travail de recherche afin d'élucider les différents aspects et comprendre l'état

d'avancement des recherches portant sur l'amélioration de l'information financière au Maroc.

Le troisième objectif, est atteint à travers l'analyse des résultats obtenus suite à l'enquête sur le terrain et aux recommandations extraites de l'analyse des repérages, du référentiel de mesure et du benchmarking.

## **CHAPITRE II : BILAN DIAGNOSTIC DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE**

### **Section 1 : Cadre légale et réglementaire**

#### **1.1 Sensibilité de l'information aux normes**

Qu'attend-on des normes comptables ? Fiabilité et pertinence.

La pertinence, la fiabilité et la comparabilité sont les trois principales caractéristiques attendues de l'information fournie dans les comptes<sup>31</sup>.

La tension la plus forte est entre pertinence et fiabilité. Einstein disait « Tout ce qui compte ne peut être compté et tout ce qui peut être compté ne compte pas forcément »

Les normes comptables ne sont pas neutres. Théoriquement la réalité mesurée ne dépend pas de l'outil de mesure. Or, dans les faits le contenu de l'information financière est affecté.

#### **1.2 cadre réglementaire et réalités managériales**

Le Maroc dispose aujourd'hui d'un arsenal de textes juridiques relativement important relatif à l'environnement commercial et financier et aux acteurs dans cet environnement. La plupart de ces textes incluent de façon explicite ou implicite des dispositions liées à l'information financière. Pour la plupart, ils ont été émis, amendés ou complétés depuis la grande réforme du marché financier initiée en 1993.

La question qui se pose avec acuité est de savoir si ces textes sont applicables et cohérents avec la réalité du terrain.

---

<sup>31</sup> L'information financière en crise, Comptabilité et Capitalisme par Nicolas Véron, Matthieu Autret et Alfred Galichon, Editeur : Odile Jacob, 2004

Pour répondre à cette question, l'exemple de la loi sur la SA (la forme exclusive des sociétés cotées) est plein d'enseignements. En effet, malgré que la loi sur la SA comprend un volet répressif très contraignant, certaines obligations d'ordre informationnel sont rarement respectées vis-à-vis des actionnaires et des épargnants d'une manière générale. Il s'agit notamment des contrats conclus entre les administrateurs et la société dont un avis doit être donné au commissaire aux comptes qui doit en aviser l'assemblée générale.

En outre, malgré que la loi sur la SA donne la possibilité aux entreprises d'opter pour une direction bicéphale constituée d'un conseil de surveillance et d'un directoire, la majeure partie des SA cotées à la BVC ont opté pour la forme classique qui se compose d'un conseil d'administration avec un président directeur général. Cette dernière forme ne facilite pas la transparence dans la gestion de l'entreprise étant donné qu'il n'y a pas de séparation organique entre la gestion et le contrôle comme c'est le cas dans la forme dualiste. L'absence d'un comité d'audit au sein des entreprises accentue ce problème de transparence.

Par ailleurs, le fait d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires à travers le système des « stocks options », constitue également une source non négligeable de risque de non transparence pour l'entreprise. En effet, si l'intérêt de l'actionnaire est de maximiser la valeur boursière de l'entreprise, un dirigeant peut déployer des techniques qui gonflent artificiellement cette valeur boursière au moment même où il doit exercer ses stocks options, et ce pour s'enrichir personnellement<sup>32</sup>.

Ainsi, le système d'alignement des intérêts peut conduire à gérer l'entreprise en fonction du cours de bourse et des échéances de levée de leurs plans d'options, ce qui peut inciter les dirigeants à masquer les résultats. De ce fait, ce système peut conduire à une asymétrie entre managers producteurs de l'information et investisseurs utilisateurs de cette information.

En outre, la loi n'est pas très explicite sur les situations de conflits d'intérêt notamment en ce qui concerne l'audit réglementaire des comptes. En effet, lorsque l'audit légal se mélange avec l'activité de conseil, l'auditeur est amené à valider des montages financiers inventés par ses collègues consultants ; ce qui peut nuire des

---

<sup>32</sup> Cohen E. 2005 Le nouvel âge du capitalisme, Paris: FAYARD

fois à la sincérité de l'information financière mise à la disposition des investisseurs. La complexité des montages financiers et la multiplicité des opérations de fusion ont compliqué davantage le travail des auditeurs.

Parallèlement à ce dispositif réglementaire, il existe des organes de surveillance pour contrôler les pratiques de la gouvernance des entreprises cotées, notamment veiller sur la qualité de l'information financière et qui sont comme suit :

- Commissariat aux comptes
- CDVM
- Conseil National de la Comptabilité
- Analystes financiers

Le premier constat majeur est que ces organes travaillent de manière cloisonnée sans aucun échange d'information ni même de stratégie ; ce qui nuit de manière tangible à l'efficacité du système de contrôle.

En outre, l'absence d'un système de garantie de la qualité de l'audit légal constitue une grande lacune quant à la certification des comptes.

Pour ce qui est des analystes financiers, ces derniers jouent un rôle de tout premier plan dans la chaîne de traitement de l'information, puisqu'ils prescrivent des comportements d'investissement, notamment pour les petits investisseurs qui ne sont pas assez outillés pour identifier et décider le meilleur investissement. A cet effet, les managers cherchent donc à obtenir la bonne grâce des analystes afin d'obtenir des recommandations favorables. En l'absence d'une rigueur et un sens aigu de responsabilité et d'éthique, les analystes peuvent être tentés et succomber aux sollicitations des managers et par conséquent faire véhiculer des analyses biaisées.

Concernant le conseil national de la comptabilité, le fait qu'il se trouve adossé à l'administration peut affecté son autonomie financière dans la mesure où son rythme de travail n'est plus en phase avec un monde globalisé, si on sait l'importance cruciale de la normalisation comptable qui constitue le socle de l'information financière.

Par ailleurs, il y a lieu de noter que le puzzle est incomplet et pour le compléter, la présence des sociétés de rating Indépendantes est indispensable pour mieux apprécier le couple rentabilité risque et indispensable. Enfin, le Conseil de la

Concurrence devrait activer ses travaux afin de combler cette lacune sacro-sainte au système à savoir, la libre concurrence entre les différents acteurs du marché.

### **1.3 Appréciation de l'apport du commissariat aux comptes**

A la lumière d'un benchmark avec les Etats-Unis et l'Union Européenne et de l'entretien mené auprès des responsables de l'OEC, il s'est dégagé les constats suivants concernant l'organe de régulation du métier d'expertise et l'indépendance des auditeurs :

- En l'absence d'un organisme public qui s'occupe de la mission de régulation de la profession de l'expertise comptable au Maroc, c'est l'OEC lui-même qui se charge de cette tâche. En parallèle, l'Ordre assure la défense des intérêts matériels et moraux de la profession d'expert comptable, éventuellement devant les juridictions, organise et gère les oeuvres de coopération, de mutualité et d'assistance de ses membres ainsi que les oeuvres de retraite. cette situation de l'OEC à la fois juge et partie peut porter préjudice à sa mission de régulateur de la profession et par conséquent, avoir un impact négatif sur la qualité de certification des comptes des entreprises.
- En plus de l'exercice de la mission du commissariat aux comptes, les experts comptables exercent une mission de conseil, ce qui est de nature à créer une situation de conflits d'intérêts, et par conséquent entaché la qualité de certification des comptes.

## **Section 2 : Contrôle et régulation de l'information financière**

En ce qui concerne le contrôle de l'IF c'est le CDVM qui est en charge de cette activité. L'analyse de ses capacités et ses moyens a permis de dégager un certain nombre d'observations. Ainsi, concernant les moyens humains, le CDVM dispose de cadres satisfaisant sur le plan qualitatif, alors que le profil de ses cadres est loin d'être adapté à l'environnement dans lequel il opère étant donné que les profils financiers font défaut.

Pour ce qui est des moyens financiers dont dispose le CDVM pour mener sa mission, nous avons remarqué que les ressources financières couvrent à peine les charges de fonctionnement, ce qui laisse penser que le CDVM ne dispose pas

d'assez de marge de manœuvre pour accomplir des investissements stratégiques en matière de contrôle de l'information financière.

Les produits du CDVM selon les sources de recettes montre bien la dépendance financière du CDVM du dynamisme du marché boursier. Cette dépendance financière de l'état de santé du marché boursier est largement imputable à la nature des produits. En effet,

- l'actif net des OPVCM conditionne la commission qui revient au CDVM;
- les opérations d'appel public à l'épargne déterminent les recettes relatives aux commissions sur visas ; et
- la redevance au titre de la taxe parafiscale est calculée sur la base des commissions perçues par la bourse à l'occasion des transactions boursières ;

Ainsi, nous constatons que parmi les recettes du CDVM aucune ressource n'est liée à sa mission de contrôle. Or, une telle recette pourrait constituer un facteur de motivation non négligeable pour pousser le personnel à fournir plus d'effort pour mener à bien sa mission de contrôle de la qualité de l'information financière.

De ce qui précède, nous pouvons déduire que l'autonomie financière du CDVM est fragile car elle dépend largement de la Bonne santé du marché boursier et qu'il ne dispose d'aucune ressource financière en relation avec sa mission de contrôle de l'information financière.

En ce qui concerne sa mission de surveillance du marché, le CDVM dispose d'un système informatisé à cet effet. Cependant, les outils utilisés ne sont qu'au début de leur exploitation et leur efficacité reste à démontrer. Par ailleurs, on note l'absence d'une interface entre le CDVM et l'OEC et qui pourrait être d'une grande utilité afin de permettre au CDVM de réagir en temps opportun.

### **Section 3 : Traitement et analyse de l'information financière**

L'enquête auprès des analystes a permis de dégager les constats suivants relatifs au mix de l'information financière:

#### **3.1 Fiabilité de l'information financière**

Parmi les analystes financiers recensés 81.5% ont déclaré qu'ils recourent à une analyse économique. D'autre part 92.6 % de cette même population accordent plus

d'intérêt à l'analyse financière et comptable. Cela montre évidemment la prédominance du raisonnement financier et comptable dans les analyses produites. Par ailleurs seulement 85.2% utilisent l'analyse boursière des indices et ratios pour produire des notes et des rapports.

Il est à noter que les trois méthodes d'analyse financière sont utilisées simultanément par les analystes mais l'enquête a montré qu'il y a une légère préférence pour l'analyse financière ce qui nous pousse à conclure que le métier de l'analyste financier est exercé avec une légère préférence pour la technicité financière.

Les analystes financiers préfèrent recourir directement aux responsables de la communication financière auprès des sociétés cotées pour cueillir l'information financière. En deuxième lieu vient les publications officielles comme source principale d'information. Par ailleurs, les réunions d'information et la presse financière viennent en troisième position en tant que sources auxquelles il est recouru. Enfin il est constaté que les analystes financiers utilisent peu ou rarement les sites web des sociétés cotées ce qui attire l'attention sur le degré de crédibilité des contenus de ces sites.

Nous concluons par un constat que les sources non officielles sont peu utilisées (site web, presse etc.), ce qui nous mène à dire que les analystes financiers sont conscient de cette question de la fiabilité de l'information qui dépend en partie de la source dont elle est puisée.

L'appréciation globale sur le degré de confiance de la fiabilité de l'information financière disponible montre un certain optimisme de la part des analystes financiers. 55 % déclarent être confiant alors que 30% sont moyennement confiant ce qui peut se justifier positivement quant à l'avenir de ce secteur. D'autre part ça montre un état d'esprit qui caractérise les analystes financiers travaillant dans le domaine qui sont majoritairement des jeunes enthousiasmés.

### **3.2 Accessibilité et communication de l'information financière**

A défaut de recourir à une communication financière personnalisée les analystes financiers optent pour le déplacement aux sociétés cotées. 55,6 % déclarent faire des déplacements pour des compléments d'information.

Nous avons constaté que les interlocuteurs des analystes financiers lors de leurs visites sont à 77.8% les directeurs financiers contre seulement 70.4% pour les responsables de la communication financières. Cela montre l'implication de la

gouvernance des entreprises ce qui crée un climat de confusion entre les obligations légales et les pratiques suivies.

Nous justifions ces pratiques par la culture régnant au sein de l'entreprise favorisée par les choix de la gouvernance d'une part. D'autre part c'est la traduction simple de l'absence d'une stratégie de communication financière.

Le deuxième niveau qui affecte lui aussi la transparence de l'information financière réside dans le choix stratégique des sociétés cotées. En fait, la stratégie de communication financière si elle existe ne constitue qu'une composante de la stratégie de communication institutionnelle véhiculant l'image de l'entreprise. Dans ce contexte la transparence de l'information financière est conditionnée du degré d'éthique auquel l'entreprise est soumise vis-à-vis de ses partenaires et spécialement des investisseurs qui en constituent les clients à desservir dans le secteur boursier.

### **3.3 Disponibilité et pertinence de l'information financière**

Les états financiers correspondant aux données financières à savoir les résultats financiers et les résultats d'exploitation ainsi que les informations sur la structure des entreprises sont jugés par les analystes financiers très disponibles (77% estiment que les bilan et les comptes de résultats sont très disponibles) . Cependant la défaillance en matière de disponibilité est enregistrée au niveau de l'information pertinente relative à la stratégie et aux objectifs de l'Entreprise, les facteurs de risques ainsi que les transactions passées avec les partenaires. Par exemple 48 % des analyses questionnés pensent que les facteurs de risques sont peu disponibles.

### **3.4 Forme et contenu des états financiers**

Les volumes des états financiers sont souvent dissuasifs. Les documents sont beaucoup trop longs et découragent les lecteurs.

Les mises en page sont généralement austères : noir et blanc, texte très dense, pas d'éléments visuels. A noter qu'une présentation austère apparaît rédhibitoire, en plus peu ou pas de clés de lecture pour favoriser une lecture rapide.

En ce qui concerne la hiérarchisation de l'information, les éléments utiles/attendus ne sont pas toujours présentés en premier en l'occurrence les informations qui peuvent sembler alarmistes, voire dissuasives.

### **3.5 Evaluation de la périodicité de la diffusion de l'information financière**

89 % des analystes financiers consultés estiment que les délais légaux prévus pour la publication des états financiers des émetteurs sont moyennement adaptés. Le délai de trois mois accordé après la clôture de chaque semestre est censé être revue pour garantir une publication au temps opportun pour les usagers.

Une grande partie des analystes financiers (56%) constatent que la publication des informations importantes est très longue. Vu l'intérêt de ce type d'information financière, les pratiques de émetteurs sont appelées à s'améliorer. Dans ce contexte les mesures de sanction du CDVM sont à activer.

### **3.6 Qualité du traitement de l'IF**

Cette composante est traitée à travers la constatation de l'existence d'écart entre l'information financière diffusée au public et celle traitée par l'analyste financier. Ainsi, 52 % de la population ciblée estime que cette divergence survient parfois alors que 37 % déclarent que cela ne se passe que rarement.

En parallèle à cette question et celle relative au degré de confiance accordé à la problématique de transparence de l'information nous concluons que les professionnels de l'information n'expriment pas des grosses craintes en rapport avec cette question néanmoins des soucis sont émis dans l'optique d'améliorer la transparence de l'information financière de laquelle dépend le regain de confiance en matière des décisions de recourir aux transactions boursières.

## **CHAPITRE III : ANALYSE DU PROCESSUS DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE**

### **Section 1 : Transparence de l'information financière**

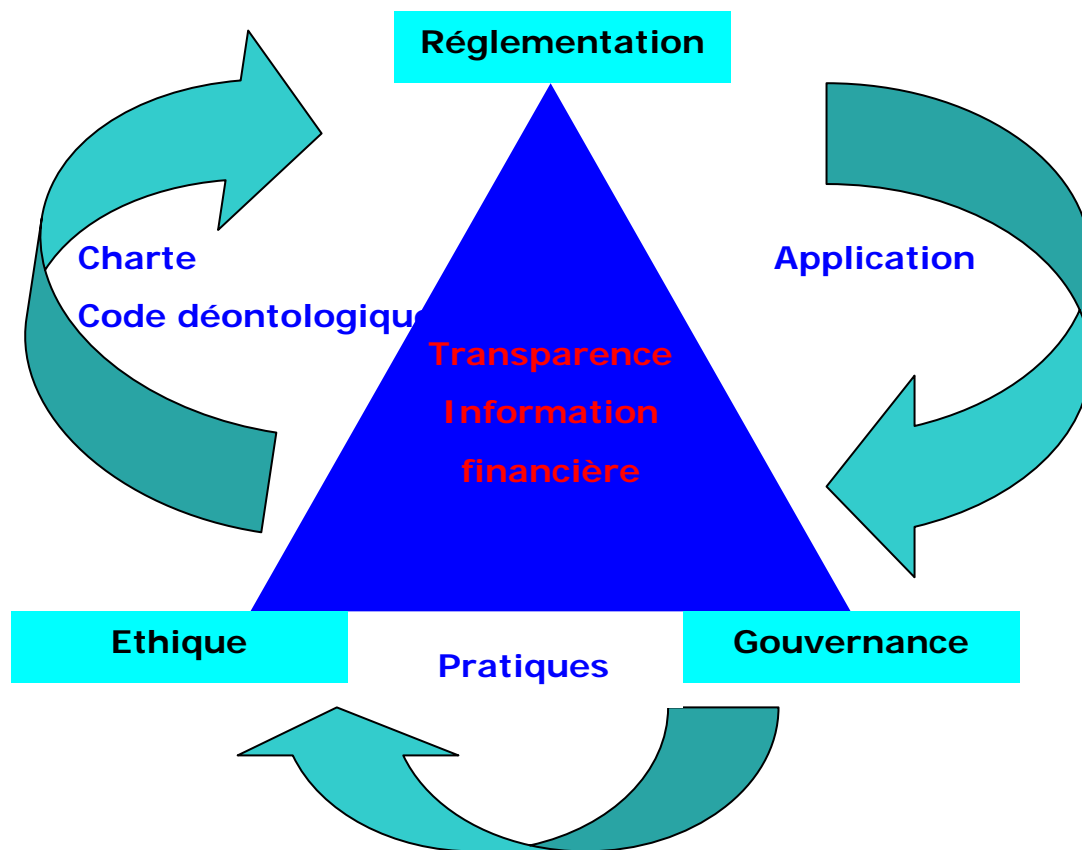
#### **1.1. Environnement éthique selon l'approche PESTEL**

Selon le président du comité de l'éthique et de la gouvernance de la CGEM, monsieur Rachid Belkahia nous distinguons deux niveaux dans l'éthique des affaires.

Le premier concerne les relations internes entre personnes, dirigeants et administrés dans l'entreprise. Il s'agit de la notion de la gouvernance que nous traitons ci-dessous. Le deuxième niveau de l'éthique des affaires est approché à travers les relations externes qu'entretient l'entreprise avec ces partenaires à savoir

les clients, les concurrents, les actionnaires, les syndicats, les fournisseurs, les pouvoirs publics, les banquiers et l'environnement de manière générale.

Sur le plan macro économique le Maroc fait parti des nations qui sont soumises à des actions favorisant des facteurs éthiques de la part du FMI et la banque mondiale. Au niveau de l'entreprise la montée en puissance des investissements socialement responsables et du rating social, sociétal et environnemental sont en mesure de développer la culture d'éthique. En parallèle l'émergence de nouvelle notion comme « stakeholder's report » qui renseigne sur l'impact financier, social et humain des activités de l'entreprise est susceptible de promouvoir les pratiques d'éthique.



Un état des lieux montre que les entreprises marocaines notamment celles cotées en bourse adoptent un style de management traditionnel ne favorisant pas le respect des bonnes pratiques de la gouvernance. Cela est traduit souvent par une pauvre information aussi bien sur le plan interne qu'externe. Le souci de réalisation des bénéfices conduit les dirigeants à croire que la transparence handicape le développement et la pérennité de l'entreprise.

D'après l'étude menée par le cabinet FOCS mandaté par la CGEM en 2005, sur l'état de la gouvernance des entreprises au Maroc les constats suivants sont enregistrés :

- **La consolidation des comptes** : Les groupes ne sont pas obligés de publier leurs états financiers consolidés et audités selon les normes internationales, contrairement aux recommandations des standards internationaux. La seule exception est faite pour les sociétés cotées dans le premier compartiment de la BVC.
- **Informations prévisionnelles** : Seules quelques informations comptables rétrospectives sont publiées par les entreprises. Quid de leurs stratégies, objectifs, budgets etc.
- **Manque de transparence relative à la Structure du capital et aux participations** : En l'absence d'états financiers consolidés, l'information relative aux principaux détenteurs de participation au capital et droits de vote ainsi que les participations croisées n'est pas disponible.
- **Communication financière** : Au Maroc, rares sont les entreprises qui ont développé un système de communication avec le marché, contrairement à ce qui se passe à l'étranger.
- **Indépendance des auditeurs** : L'indépendance des auditeurs et commissaires aux comptes, n'est pas toujours évidente en raison de conflits d'intérêts éventuels.
- **Responsabilité des auditeurs** : A ce jour, il n'y a pas eu d'engagement de responsabilité des auditeurs complices avec les responsables de l'entreprise dans les cas de fraude ou non respects des textes.

## 1.2. Analyse de la vision stratégique

Selon les responsables de la DTFE, les lois et la réglementation des marchés financiers mise en vigueur n'ont rien à envier aux standards internationaux. Le secteur financier marocain en l'occurrence le domaine boursier est protégé par un arsenal juridique en mesure de garantir le seuil acceptable pour la transparence de l'information financière. Ainsi, sur le plan réglementaire les responsables du Ministère des Finances estiment que la mise à jour est assurée de manière satisfaisante pour ce qu'est de l'accompagnement du secteur.

Dans un autre point de vue, la tendance suivie actuellement pour le développement des marchés financiers va dans le sens de la recherche d'un équilibre pour l'environnement dans le but de garantir la protection de l'épargne. Par conséquent la vision stratégique préconisée au sein du Ministère de tutelle se base sur la nécessité de mettre à niveau l'ensemble des acteurs intervenants dans le marché financier par la formation et le développement des mécanismes d'application des textes juridiques en vigueur pour le renforcement de la transparence. Cela nous mène à penser sur la question régissant la relation entre le secteur privé et l'état à travers son institution de protection de l'épargne le CDVM.

Au cours de notre entretien avec la responsable de la division des marchés financiers au Ministère, nous avons abordé la problématique de la régulation aussi bien dans son aspect politique que professionnel. En fait le choix de l'intervention politique est formalisé en particulier par la réglementation mise en place alors que le contrôle de l'exercice des professions agissant dans le processus de la transparence financière se décline généralement par les codes déontologiques les chartes favorisant les bonnes pratiques. Enfin la question soulevée et qui reste poser est : qui contrôle le contrôleur et qui régule le régulateur ?

Par ailleurs, nous avons constaté que le retard accusé au Maroc dans le domaine de l'introduction des systèmes de la notation externe dans le marché boursier, trouve son explication dans la position prise par le Ministère des Finances. Nous signalons que cette question a été soulevée par le président du comité de l'éthique et de la gouvernance à la CGEM. Toujours selon les mêmes responsables de la TDFE, le choix de ne pas faire entrer la notation en application est du aux risques et aux menaces que représentent cette obligation pour les sociétés cotées. Par conséquent dans le souci de ne pas décourager les émetteurs sur le plan du coût et de l'appel public à l'épargne la discussion d'adopter la notation et le système de rating est reportée à une date ultérieure.

En dépit de cette justification nous réalisons dans notre travail de recherche que ne nous pouvons pas espérer le développement d'une transparence de l'information financière en l'absence de l'apport de ces organismes. A titre d'exemple en Tunisie le système de notation est institutionnalisé pour le marché d'émissions des obligations.

## Section 2 : Méthode d'analyse SWOT

Tableau : Synthèse du diagnostic stratégique : matrice SWOT

<b>OPPORTUNITÉS</b>	<b>MENACES</b>
<p><b>Stratégie :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Attractivité du Maroc vis-à-vis des investisseurs étrangers</li> <li>• Choix de l'ouverture de l'économie marocaine sur l'environnement international</li> <li>• Ancrage de plus en plus accru de la culture de l'éthique et de la bonne gouvernance des sociétés cotées (comité d'éthique de la CGEM)</li> </ul> <p><b>Institution :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dispositif institutionnel moderne</li> <li>• ONG actives en faveur de la transparence : transparency Maroc</li> <li>• Outil technologique moderne de la communication de l'information financière (site web)</li> </ul> <p><b>Réglementation :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tendance à la moralisation et au renforcement de la transparence et de l'éthique dans les affaires</li> <li>• Modernisation du secteur financier</li> <li>• Culture d'épargne en investissement</li> <li>• Standardisation des normes internationales comptables : IFRS / IAS</li> <li>• Codes déontologique et éthique de l'information financière</li> </ul>	<p><b>Stratégie :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Complexité accrue des systèmes comptables et des montages financiers</li> <li>• Mauvais classement du Maroc en terme de transparence</li> <li>• Absence d'une définition de vision et d'une stratégie claire pour le secteur</li> <li>• Alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants à travers du système de rémunération des stocks options</li> </ul> <p><b>Institution :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Absence d'un tissu associatif de protection des épargnants</li> <li>• Non institutionnalisation des organismes de régulation et de notation</li> <li>• Absence d'un organisme de régulation de la profession du commissariat aux comptes</li> <li>• Absence d'un mécanisme de coordination entre les organismes et institutions</li> <li>• Absence d'instance chargée de la promotion de la transparence (sorte d'observatoire de la communication financière)</li> </ul> <p><b>Réglementation :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Non adaptabilité et manque de cohérence des textes réglementaires par rapport à la réalité managériale</li> <li>• Existence des situations de conflits d'intérêt au sein des professions du commissariat aux comptes et des analystes financiers</li> <li>• Syndrome des crises financières internationales</li> <li>• Absence de texte de loi régissant le démarchage entre l'intermédiaire et l'investisseur</li> </ul>

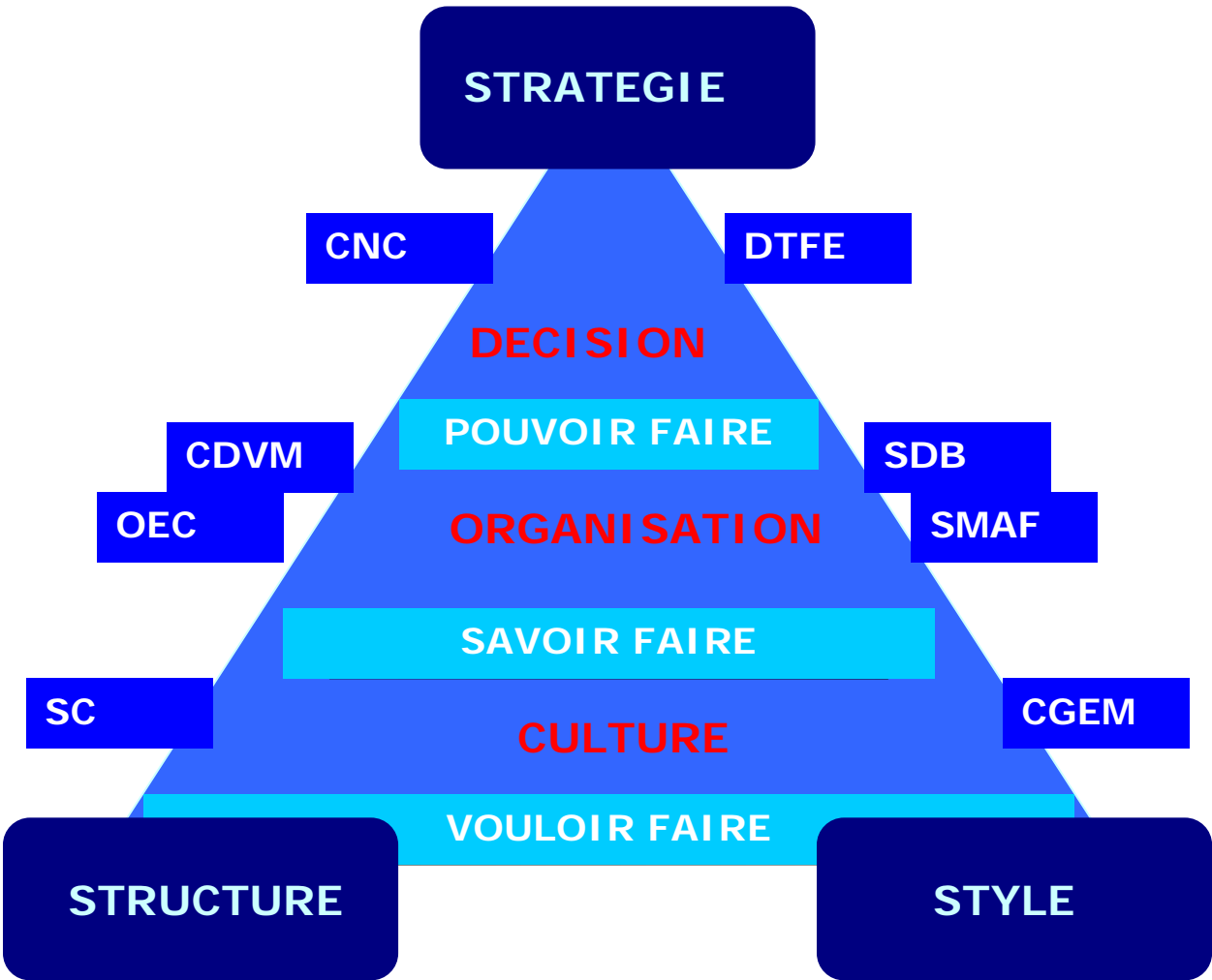
<b>FORCES</b>	<b>FAIBLESSES</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Présence de filiales de cabinet d'audit d'envergure internationale (kpmg, price weater house, ernst &amp; young, mazars etc .)</li> <li>• Cursus de formation de pointe des commissaires aux comptes (iscae)</li> <li>• Sensibilité des managers à l'importance de la question d'éthique et des bonnes pratiques de la gouvernance</li> <li>• Minimum légal de contrôle de l'information financière assuré par le CDVM</li> <li>• Organisation d'un palmarès par la SMAF au profit des entreprises ayant réussies une meilleure communication financière</li> <li>• Ressources humaines jeunes qualifiées et dotées d'un fort potentiel d'évolution dans le secteur de l'analyse financière</li> <li>• Forte utilisation des nouvelles technologies de l'information et leur impact sur la sécurité et protection de l'investisseur</li> <li>• Début d'émergence d'une presse financière</li> <li>• Culture et ancrage des pratiques de gouvernance et d'éthique (mix)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Adoption dans la majeure partie des sociétés cotées de la forme SA classique</li> <li>• Non respect de l'obligation de désignation d'un responsable de la communication financière</li> <li>• Absence de code déontologique pour la profession du commissariat aux comptes,</li> <li>• Lenteur du processus de normalisation comptable</li> <li>• Sous effectif des experts comptables</li> <li>• Non adaptabilité des profils des ressources humaines relevant du CDVM pour les missions de contrôle de l'information financière.</li> <li>• Système d'information de contrôle du CDVM en cours d'expérimentation.</li> <li>• Absence d'un système de motivation corrélé au métier de contrôle.</li> <li>• Structure financière du CDVM tributaire à la dynamique de la bourse</li> <li>• La non disponibilité à temps des informations importantes</li> <li>• Absence du statut "Analyste financier",</li> <li>• L'absence de formation continue des analystes financiers</li> <li>• La non communication de certaines données jugées confidentielles</li> <li>• Difficulté à joindre les responsables de la communication financière</li> <li>• Délais réglementaires de publication des états financiers non adaptés à la réalité du marché.</li> <li>• Absence de certaines informations pertinentes</li> <li>• vision court terme des analystes financiers</li> <li>• Culture sociale basée sur la circulation de la rumeur</li> </ul>

# CHAPITRE IV : DEVELOPPEMENT STRATEGIQUE DES RECOMMANDATIONS

## Section 1 : Options stratégiques

### 1.1 Développement d'une stratégie

Dans le schéma ci-dessous, emprunté du modèle basé sur les trois S (Stratégie, Structure et Style) nous approchons le contexte du sujet en tant que secteur englobant un ensemble d'acteurs et d'organisations.



Généralement les considérations stratégiques sont réparties en trois grandes phases. Dans une première phase le point est mis sur le **pouvoir faire**. Il s'agit de la volonté politique du gouvernement qui se résume en l'habilité à prendre les décisions

qui s'imposent en vue de préparer le cadre légal et normatif susceptible de garantir le bon fonctionnement du marché. Dans le cas du Maroc, l'arsenal des textes juridiques adoptés jusqu'ici et qui sont inspirés largement du modèle français est appelé à évoluer. Sur ce point l'horizon est encore propice pour apporter des adaptations et des améliorations mais en se référant aux attentes et aux besoins des clients et des usagers des textes. A titre d'exemple dans le projet de loi sur les SA dans la partie du renforcement du droit à l'information des actionnaires à l'information pourquoi n'institue-t-on pas l'obligation de publier les cinq noms des personnes les mieux payées dans une S.A., comme cela se fait en France ? Le Maroc refuse encore de franchir le pas sur ce point?

La deuxième phase correspond au **savoir faire** et aux moyens d'organisation déployés pour la régulation de l'information financière. Ici nous mettons l'accent sur l'organisation des professions du commissariat aux comptes et des analystes financiers qui jouent des rôles phares dans l'évaluation et l'appréciation de la qualité de l'information financière. Leur degré d'objectivité et de neutralité influence directement la transparence financière. Les mécanismes de contrôle utilisés par le CDVM sont intégrés également dans cette phase notamment en ce qui concerne la question de la qualification des ressources humaines déployées.

La dernière phase, qui requiert encore plus de temps, et le **vouloir faire**. Cela renvoie aux pratiques et aux attitudes prises par l'ensemble des acteurs intervenants dans le processus de la transparence de l'information financière et en particulier les sociétés cotées. Vouloir jouer la carte de la transparence dénote l'aspect culturel pilotant le mode de la gouvernance suivi par le top management. Généralement les changements d'ordre culturels sont de longs allènes. Il ne suffit pas seulement de définir les chartes et les codes déontologiques pour gagner le pari de la moralisation et de l'éthique. La promotion de la culture de la transparence est censée être propagée en sensibilisant les acteurs impliqués à l'intérêt d'abandonner les pratiques révolues à court terme. L'investissement dans la transparence de l'information financière est un investissement à long terme qui rapporte des résultats dans la continuité.

## **1.2 Institutions et réglementation**

### ***1.2.1 Observatoire sur la communication financière***

A l'instar de l'expérience française il est recommandé d'accompagner le développement du secteur boursier par l'institution d'un observatoire pour la communication financière.

Cet organisme qui peut emprunter la forme d'une structure collégiale, est à la fois un point d'observation des pratiques en matière de communication financière et un lieu d'échanges entre professionnels des marchés financiers.

### **1.2.2- Agence de notation financière et de rating**

La notation financière vise à caractériser le risque d'un titre (titre de créance notamment) ou, plus généralement, le risque associé à un émetteur.

Au Maroc les sociétés cotées ne sont pas soumises à la notation. Or, à la date d'aujourd'hui aucun agrément n'est octroyé par le ministère des finances. Cela est dû selon les responsables de la DTFE au souci d'assurer un équilibre sur les marchés de telle manière à ne pas décourager les sociétés cotées et les épargner des contraintes que pourraient leur impliquer l'entrée de la notation en vigueur.

### **1.2.3 Développement d'un tissu associatif**

- Association de la protection des épargnants :

Certes le CDVM s'occupe de par sa mission de la protection de l'épargne mais son action gouvernementale lui donne un caractère réglementaire. Par conséquent des associations pour la protection des épargnants pourraient constituer un sorte de lobbying positif pour l'amélioration de la qualité de l'information financière destinée aux investisseurs.

- Association des responsables de la communication financière des émetteurs :

A l'instar de l'expérience française, une association des personnes chargées de la communication financière pourrait contribuer à l'amélioration des pratiques de la communication financière.

### **1.2.4 Réglementation et textes législatifs**

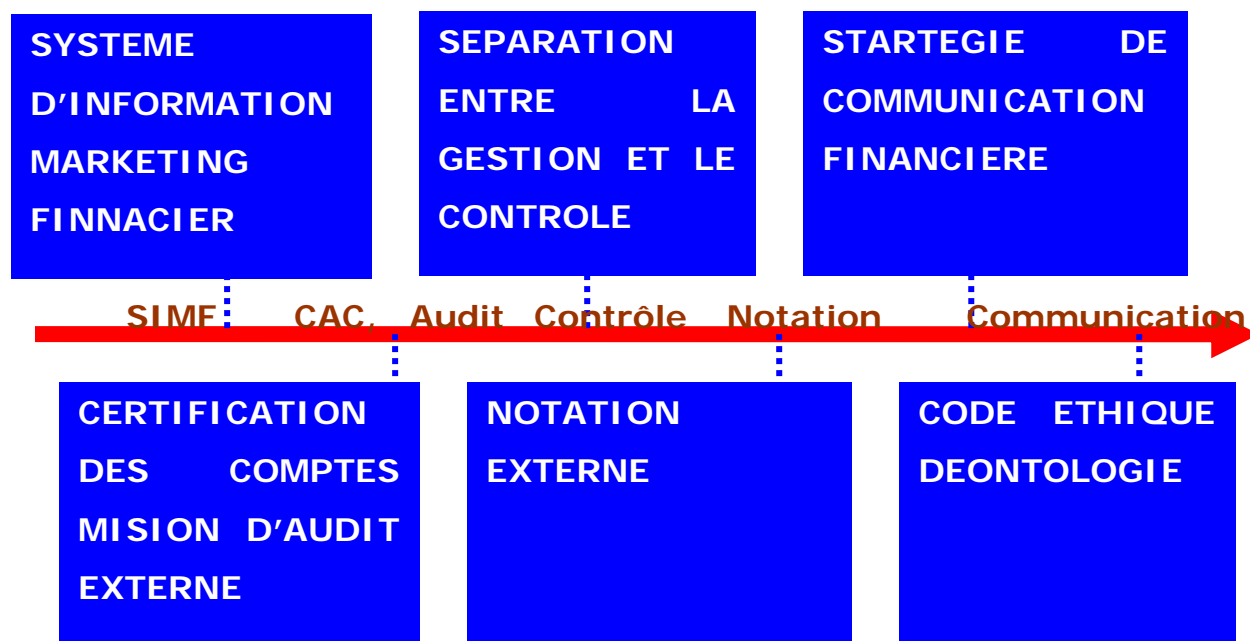
Les dispositions de la loi n°2003-706 du 1er août 2003 dite loi de Sécurité Financière française peuvent être envisagées. Il s'agit de l'exigence de l'établissement d'un rapport relatant les conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil

d'administration ou de surveillance, ainsi que des procédures de contrôle interne mises en place par les sociétés faisant appel public à l'épargne.

La rédaction du rapport de contrôle interne implique une analyse de la gestion des risques à tous les niveaux de l'entreprise, et n'est pas limitée à son volet financier, au contraire de l'approche retenue dans les dispositions équivalentes de la loi Sarbanes-Oxley (3). C'est la raison pour laquelle la DSI est particulièrement concernée par la loi de sécurité de financière.

### 1.3 Amélioration de la transparence de l'information financière des sociétés cotées

Les paramètres clés pour l'amélioration de la transparence de l'information financière pour l'émetteur peuvent être présentés comme le montre le schéma qui suit :



### 1.4 Régulation et organisation des professions

#### 1.4.1 Contrôle et régulation de l'information financière

Le CDVM doit agir de façon publique et intransigeante à l'égard de toute infraction touchant les aspects liés à la transparence financière,

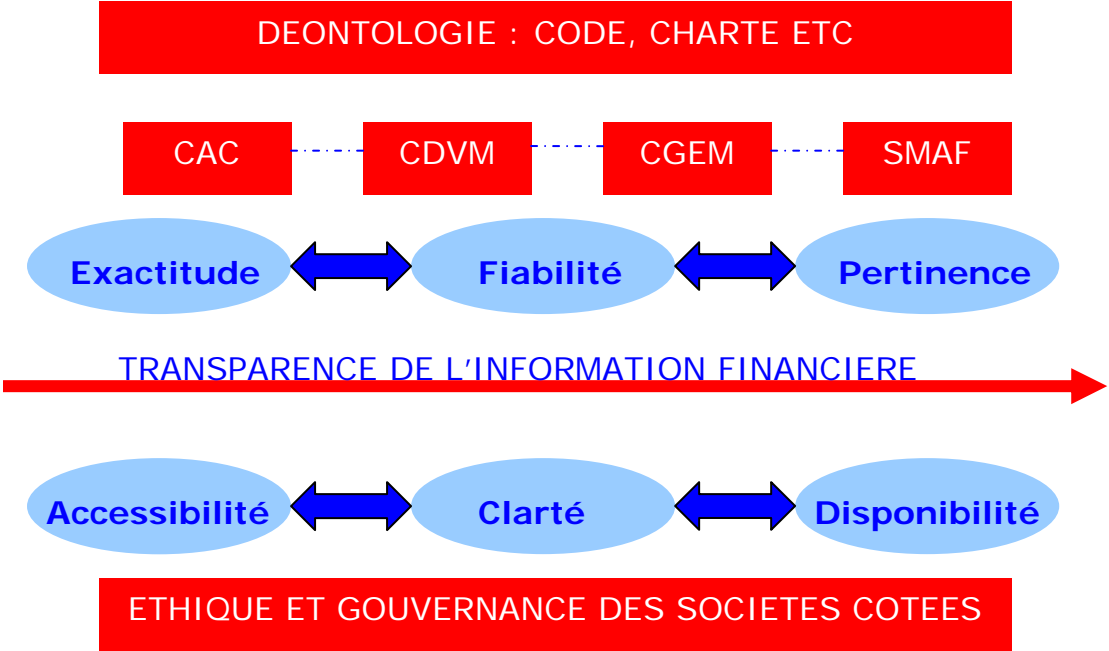
#### 1.4.2 Organisation du métier des analystes financiers

Les analystes financiers du Maroc ont eu la lucidité de créer en 2003 une association pour représenter leur profession. Il s'agit de la SMAF Société Marocaine des Analystes Financiers. Cela constitue en soit un point positif sur la voie de la transparence de l'information financière. Cependant, l'exercice de ce métier est appelé à se développer notamment par l'institution d'une loi pour l'organisation de cette profession pratiquée de manière très flexible. La mise en place d'un statut pour l'organisation de cette profession contribuera certainement à l'amélioration des conditions de l'exercice et renforce plus la responsabilité des analystes financiers. Ainsi des conditions sévères pour accéder à ce métier doivent être imposés au même titre qu'une mise à niveau des compétences par des formations continues.

Dans ce même contexte la relation entre les intermédiaires et les investisseurs mérite une attention particulière notamment à travers l'institutionnalisation du démarchage auprès des épargnants en vue de protéger l'intérêt de ces derniers.

**Section 2 : Mix de la transparence de l'information financière**

**Mix de la transparence de l'information financière**



## **2.1 Exactitude**

Le contrôle interne ainsi que les missions du commissariat aux comptes sont en mesure de vérifier le degré de l'exactitude des états financiers publiés. Le travail de contrôle interne est lié à la volonté de la gouvernance et aux choix opérés notamment en matière d'ouverture et de transparence.

Renforcer cet élément incontournable du mix de la transparence de l'information financière interpelle le contrôle et la régulation du métier du commissariat aux comptes. Cette profession est appelée à s'aligner par rapport aux standards internationaux.

## **2.2 Fiabilité**

La fiabilité de l'information financière dépend de la crédibilité de la source de laquelle l'information est puisée.

A ce niveau, nous recommandons de créer une association organisant cette activité de communication financière à l'instar de l'expérience française. En fait ce type d'association s'occupe de promouvoir les pratiques de la communication financière et aide à l'organisation des conférences de presse au profit des public des cibles de l'information financière.

Nous précisons, ici que les sites web peuvent constituer une source pratique pour s'informer de manière opérationnelle et rapide, vu l'avancement technologique constaté à la date d'aujourd'hui, mais les difficultés de contrôle de contenu de ces sites poussent à prendre les données recueillies avec quelques réserves. De manière générale à travers l'enquête nous avons constaté que cet outil vient en dernier position en matière de consultation des informations financières par les analystes financiers.

## **2.3 Pertinence**

La notion de pertinence de l'information financière est liée au degré d'adaptabilité de l'information produite et diffusée aux attentes et aux intérêts des investisseurs.

Selon l'OCDE l'information financière pertinente réside dans les états financiers diffusés ainsi que dans les informations internes intéressant la stratégie, les objectifs, l'organisation et le fonctionnement de l'entreprise. De même, certaines données qui concernent l'environnement externe rentrent également dans cette catégorie notamment les facteurs de risque.

Ces données ainsi que les engagements hors bilan par exemple, qui constituent des informations pertinentes pouvant éclairer les investisseurs au moment de la décision, doivent être intégrés dans la nomenclature exigée par le CDVM pour l'octroi de visa de contrôle. Cela ne doit pas être limité uniquement aux établissements de crédits. Enfin les dirigeants et les responsables communication financière des sociétés cotées doivent être sensibilisés à l'importance de la communication financière et à l'impact que cela peut produire sur le cours de l'entreprise. Cela pourrait contribuer à la diffusion de l'information pertinente.

## **2.4 Clarté**

Par la clarté nous entendons les considérations de la forme des états financiers à savoir la présentation, le volume, la mise en page, la hiérarchisation des données ainsi que la facilité et la clé de lecture des documents financiers. Sur ce point précis qu'est lié à la volonté de l'entreprise d'améliorer son image auprès de ces clients, la question de la communication et du marketing financier peut être évoquée.

En effet, il est recommandé aux entreprises cotées de soigner les présentations générales des états financiers en ce qui concerne le volume et la hiérarchisation des informations susceptibles d'intéresser les investisseurs. Soigner son image de marque suppose de pratiquer une action pour l'étude des attentes des utilisateurs finaux de ces états en vue de recueillir leurs attentes et les points auxquels ils sont sensibles.

## **2.5 Accessibilité**

La décision de l'investisseur est tributaire à son accès à l'information au moment opportun. Le caractère de confidentialité que revêt l'information financière pour les émetteurs rend l'accès difficile à certaines informations précises même pour les analystes financiers. Rendre une information accessible ne se limite pas à diffuser les états financiers exigés au JAL.

les analystes financiers approchés par notre enquête ont proposé quelques recommandations notamment :

- La mise à la disposition des émetteurs d'un guide spécifique à la communication financière auquel ils doivent participer aux côtés du CDVM et de la SMAF.

- Mettre en œuvre les mécanismes pour respecter et rendre obligatoire la publication d'un document de référence annuel (note d'information résumée).
- Réduire les délais entre la survenance et la communication sur un événement
- Ajouter l'obligation d'un délai maximal de communication après la tenue d'un conseil d'administration
- Basculer à la publication des états financiers de manière trimestrielle.
- Faire adhérer les émetteurs à la culture de transparence en les sensibilisant à l'importance de la communication financière sur la performance du cours de leurs actions.

Enfin pour améliorer les conditions d'accessibilité à l'information financière, la communication financière doit être perçue comme un facteur clé de succès et ne doit en aucun cas être considérée comme une divulgation d'informations importantes vis-à-vis des concurrents ou du grand public.

## **2.6 Disponibilité**

Le premier élément incontournable dans l'évaluation du processus de transparence est la disponibilité de l'information financière au moment opportun. Les états financiers produits par les sociétés cotées sont censés, dans le respect de la réglementation en vigueur, être diffusés et mis à la disposition des investisseurs. Au delà des obligations légales, les analystes financiers qui exploitent les états sont affrontés dans des cas à l'indisponibilité d'information.

La nomenclature exigée par le CDVM implique aux émetteurs la publication des états financiers. Cependant d'autres types d'informations en l'occurrence celles relatives à la stratégie et aux objectifs de l'entreprise sont souvent sollicitées par les intermédiaires du secteur pour la réalisation des études et des analyses.

Un autre type qui revêt un grand intérêt est les facteurs de risque. Généralement l'absence des données sur des secteurs moins représentés dans la cotation constitue une entrave pour une évaluation du risque réel qui caractérise chaque entreprise.

Dans ce contexte les agences privées de gestion des bases de données d'information financière peuvent constituer un remède pour surmonter ces difficultés rencontrées.

## CONCLUSION

A travers notre diagnostic documentaire et du terrain et grâce un exercice de benchmarking portant sur des expériences internationales, nous avons pu mettre en évidence les zones d'ombre qui affectent la transparence de l'information financière et bien évidemment, proposer des pistes d'amélioration du processus de la transparence de l'information financière au Maroc.

Ainsi, les principaux résultats dégagés par le présent travail s'articulent autour des idées résumées comme suit :

- La normalisation comptable au Maroc constitue un processus long.
- le fait d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires à travers le système des « stocks options », constitue également une source non négligeable de risque de non transparence pour l'entreprise.
- Les organes de contrôle travaillent de manière cloisonnée sans aucun échange d'information ni même de stratégie
- le CDVM dispose de cadres satisfaisant sur le plan qualitatif, alors que le profil de ses cadres est loin d'être adapté à l'environnement dans lequel il opère
- En ce qui concerne sa mission de surveillance du marché, le CDVM dispose d'un système informatisé à cet effet. Cependant, les outils utilisés ne sont qu'au début de leur exploitation et leur efficacité reste à démontrer.

En parallèle à ces questions l'examen auprès des analystes financiers du degré de confiance accordé à la transparence de l'information par rapport au mix développé ci dessus , a révélé que ces professionnels de l'information n'expriment pas des grosses craintes en rapport avec cette question néanmoins des soucis sont émis. Les recommandations d'amélioration de la transparence financière au Maroc peuvent être envisagées sur les plans stratégique, institutionnel, organisationnel, culturel et éthique. Enfin, l'implication de tous les acteurs en faveur de la transparence de l'information financière est en mesure de garantir l'équilibre recherché pour rassurer les investisseurs et les amener à recourir de plus en plus au marché boursier pour fructifier leur épargne.

MEMOIRE PRESENTE POUR L'OBTENTION DU DIPLOME DU  
CYCLE SUPERIEUR DE GESTION  
PROMOTION 2007

**LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION  
FINANCIERE AU MAROC : CAS DES SOCIETES COTEES  
A LA BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA**

PAR MESSIEURS:

**KHALID BOUDOUMA**

**KHALID BENDAOU**

**JURY:**

■ **Président :**

- **Monsieur Hassan CHAGAR** : Professeur à l'**ISCAE**

■ **Suffragants :**

- **Mlle Fouzia ZAABOUL** : Chef de la Division du marché des capitaux au **Ministère des Finances**
- **M. Abdelhay BENABDELAHADI** : Professeur à l'**ISCAE**
- **M. Fouad AMARA** : Professeur à la Faculté des Sciences Economiques et Juridiques de Salé
- **M. Haddi GHARIB** : Président de la **SMAF** Société Marocaine des Analystes Financiers

**Juillet 2007**

L'Institut Supérieur de Commerce et d'Administration des Entreprises n'entend donner ni approbation ni improbation aux opinions émises dans le cadre de ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs

# PLAN

Liste des abréviations .....	5
Liste des tableaux .....	6
Liste des figures .....	8
Liste des graphes .....	9
<b>INTRODUCTION GENERALE.....</b>	<b>11</b>
INTRODUCTION :.....	11
PROBLEMATIQUE : .....	17
<b>PARTIE I TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE : CADRE THEORIQUE ET CONTEXTUEL.....</b>	<b>28</b>
INTRODUCTION :.....	28
CHAPITRE I : REFERENTIEL DE MESURE .....	29
Section 1 : Le concept manageriel : la transparence de l'information financière .....	29
Section 2 : Contexte et lieu de l'étude .....	45
Section 3 : Le métier boursier.....	61
CHAPITRE II : REPERAGE INTERNATIONAL : BENCHMARKING .....	72
Section 1 : Expérience américaine : Scandale financier international d'Enron / origine et traitement .....	72
Section 2 : Le modèle tunisien.....	80
Section 3 : Le modèle français.....	87
CONCLUSION :.....	97
<b>PARTIE II : PROCESSUS DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE AU MAROC.....</b>	<b>98</b>
INTRODUCTION :.....	98
CHAPITRE I : DESCRIPTION DE LA DEMARCHE D'INVESTIGATION .....	99
Section 1 Développement de la démarche .....	99
Section 2 : Déploiement de la démarche .....	114

<b>CHAPITRE II : BILAN DIAGNOSTIC DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE.....</b>	<b>118</b>
Section 1 : Cadre légale et réglementaire.....	118
Section 2 : Contrôle et régulation de l'information financière .....	128
Section 3 : Traitement et analyse de l'information financière.....	139
<b>CHAPITRE III : ANALYSE DU PROCESSUS DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE.....</b>	<b>172</b>
Section 1 : Transparence de l'information financière .....	172
Section 2 : Opportunités et menaces .....	178
Section 3 : Forces et faiblesses .....	180
<b>CHAPITRE IV : DEVELOPPEMENT STRATEGIQUE DES RECOMMANDATIONS..</b>	<b>185</b>
Section 1 : Options stratégiques.....	185
Section 2 : Mix de la transparence de l'information financière : ....	197
<b>CONCLUSION.....</b>	<b>204</b>
<b>CONCLUSION GENERALE.....</b>	<b>206</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>212</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>218</b>
Annexe 1 .....	218
Annexe 2 .....	224
Annexe 3 .....	226
Annexe 4 .....	228
Annexe 5 .....	230
Annexe 6 .....	232
Annexe 7 .....	234

## Liste des abréviations

AMF : Autorité des Marchés Financiers

APSB : Association Professionnelle des Sociétés de Bourse

BAM : Bank Al Maghreb

BVC : Bourse des Valeurs de Casablanca

CDVM : Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

CGNC : Code Général de Normalisation Comptable

CMF : Conseil des marchés Financiers

CNC : Conseil National de la Comptabilité

FMI : Fond Monétaire International

IAS : Normes Comptables Internationales (International Accounting Standards)

IFRS: International Financial Reporting Standards

NSDD : Norme Spéciale de Diffusion des Données

OCDE : Organisme de coopération et de Développement Economique

OEC : Ordre des Experts Comptables

DTFE : Direction de Trésor et des Financements Extérieurs

OPCVM : Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

PCAOB: Public Company Accounting Oversight

SDB : Société de Bourse

SC : Société Cotée

SMAF : société Marocaine des Analystes Financiers

US GAAP: united States Generally Accepted Accounting Principale

## Liste des tableaux

Tableau 1 : Classement des IAS/IFRS GAAP.....	P35
Tableau 2 Classification des normes US GAAP.....	P36
Tableau 3 : étoile stratégique des intervenants le processus de l'information financière .....	P 44
Tableau 4 : comparaison des données boursières marocaines et tunisiennes .....	P 84
Tableau 5 : Liste des enquêtés concernés par l'enquête relative au premier objectif .....	P 113
Tableau 6 : Liste des enquêtés concernés par l'enquête relative au deuxième objectif .....	P 113
Tableau 7 : Produits, charges et résultats financiers du CDVM....	P129
Tableau 8 : ventilation des produits financiers du CDVM .....	P 130
Tableau 9 : Traitement des opérations boursières par le CDVM .	P 132
Tableau 10 : Statistiques de l'activité de surveillance .....	P 136
Tableau 11 : Typologie des délits .....	P 137
Tableau 12 : Fréquence d'usage de l'analyse économique.....	P 138
Tableau 13 : Fréquence d'usage de l'analyse comptable .....	P 138
Tableau 14 : Fréquence d'usage de l'analyse boursière.....	P 139
Tableau 15 : source d'information des analystes financiers .....	P 140
Tableau 16 : Déplacement des analystes financiers auprès des entreprises cotées pour le complément d'information .....	P 143
Tableau 17 :Pourcentage de recours au responsable de la communication financière comme interlocuteur .....	P 145
Tableau 18 :Pourcentage de recours au directeur financier comme interlocuteur .....	P 145
Tableau 19 :Pourcentage de recours au directeur Général comme interlocuteur .....	P 146
Tableau 20 : Pourcentage de recours au PDG comme interlocuteur .....	P 146

Tableau 21 : Pratiques des sociétés cotées de la communication financière « one to one » auprès des analystes financiers .....	P 147
Tableau 22 : Organisation des conférences de presse d'information financière par les sociétés cotées .....	P 149
Tableau 23 : disponibilité de l'information pertinente : Bilan, engagement hors bilan et compte consolidé .....	P 152
Tableau 24 : Disponibilité de l'information pertinente Objectifs de l'entreprise : stratégie, objectifs et facteurs de risque de l'entreprise cotée.....	P 153
Tableau 25 Disponibilité d'information sur les Transactions ou partenariat effectués avec des parties liées .....	P 155
Tableau 26 : disponibilité d'information sur les principaux détenteurs du capital social .....	P 156
Tableau 27 : Disponibilité Informations sur les membres du conseil d'administration et des principaux dirigeants de l'entreprise .....	P 157
Tableau 28 : Information pertinente sur les salariés .....	P 158
Tableau 29 : information pertinente sur les structures d'org.....	P158
Tableau 30 : Degré de confiance accordé à la fiabilité de l'information financière disponible .....	P 159
Tableau 31 Présentation des états financiers .....	P 160
Tableau 32 : Volume .....	P 161
Tableau 33 Mise en page.....	P 162
Tableau 34 Facilité de lecture .....	P 163
Tableau 35 : Clé de lecture .....	P 163
Tableau 36 Hiérarchisation de l'information financière.....	P 164
Tableau 37 : Jugement du délai légal de la diffusion des états financiers des sociétés cotés à la BVC .....	P 166
Tableau 38 Information semestrielle .....	P 167
Tableau 39 Information annuelle .....	P 167
Tableau 40 : Information importante.....	P 168
Tableau 41 : Existence d'écart entre l'information financière diffusée au public et celle traitée par l'analyste financier .....	P 170

## Liste des figures

Figure 1 : Trilogie Problématique, hypothèse, question.....	P 14
Figure 2 : Trilogie concept, métier, lieu .....	P 17
Figure 3 : Problématique transparence de l'information financière...P	21
Figure 4 : Triangle de la qualité de l'information financière.....	P 24
Figure 5 : Organigramme du CDVM .....	P 46
Figure 6 : Organigramme de la DTFE.....	P 50
Figure 7 : institutions financières intervenant dans le circuit de l'information financière .....	P 54
Figure 8 : Schéma reprenant l'approche PESTEL .....	P 60
Figure 9 : Organigramme du CMF .....	P 80
Figure 10 : Organigramme de l'AMF .....	P 88
Figure 11 : schéma reprenant la méthodologie globale du travail de recherche .....	P 98
Figure 12 : Réglementation, éthique et gouvernance dans la transparence financière.....	P 172
Figure 13 : Schéma d'une conception stratégique pour la promotion de la transparence de l'information financière .....	P 185
Figure 14 : Amélioration de la transparence de l'information financière dans la société cotée .....	P 192
Figure 15 : Mix de la transparence de l'information financière ....	P 196

## Liste des graphes

Graphe1 : Evolution de la capitalisation boursière.....	P 64
Graphe 2 : Evolution du nombre des sociétés cotées .....	P 65
Graphe 3 : répartition des valeurs mises sous surveillance par délit suspecté en 2005 .....	P 137
Graphe 4 : répartition de la fréquence d'usage de l'analyse économique .....	P 138
Graphe 5 : répartition de la fréquence d'usage de l'analyse comptable .....	P 139
Graphe 6 : répartition de la fréquence d'usage de l'analyse boursière.....	P 139
Graphe 7 : Répartition des sources d'information des analystes financiers .....	P 141
Graphe 8 : Répartition des % des fréquences de déplacement auprès des sociétés cotées.....	P143
Graphe 9 : pourcentage de recours au responsable de la communication financière comme interlocuteur .....	P145
Graphe 10 : pourcentage de recours au directeur financier comme interlocuteur .....	P146
Graphe 11 : pourcentage de recours au directeur général comme interlocuteur .....	P146
Graphe 12 : pourcentage de recours au PDG comme interlocuteur .....	P146
Graphe 13 : Evaluation de la communication « one to one » des sociétés cotées.....	P 148
Graphe 14 : Organisation les conférences de presse par les sociétés cotées .....	P 149
Graphe 15 : disponibilité de l'information pertinente : Bilan, engagement hors bilan et compte consolidé .....	P 152

Graphe 16 : Disponibilité de l'information pertinente Objectifs de l'entreprise : stratégie, objectifs et facteurs de risque de l'entreprise cotée .....	P 153
Graphe 17 : Disponibilité d'information sur les Transactions ou partenariat effectués avec des parties liées .....	P 155
Graphe 18 : disponibilité d'information sur les principaux détenteurs du capital social .....	P 156
Graphe 19 : Disponibilité Informations sur les membres du conseil d'administration et des principaux dirigeants de l'entreprise .....	P 157
Graphe 20 : Information pertinente sur les salariés.....	P 158
Graphe 21 : information pertinente sur les structures d'organisation .....	P 159
Graphe22 : Degré de confiance accordé à la fiabilité de l'information financière disponible .....	P 159
Graphe 23 Présentation des états financiers .....	P 160
Graphe 24 : Volume .....	P 161
Graphe 25 : Mise en page .....	P 162
Graphe 26 : Facilité de lecture .....	P 163
Graphe 27 : Clé de lecture.....	P 164
Graphe 28 : hiérarchisation de l'information financière.....	P 164
Graphe 29 : Jugement du délai légal de la diffusion des états financiers des sociétés cotés à la BVC .....	P 166
Graphe 30 Information semestrielle .....	P 167
Graphe 31 Information annuelle .....	P169
Graphe 33 Existence d'écart entre l'information financière diffusée au public et celle traitée par l'analyste financier .....	P 170

# INTRODUCTION GENERALE

## INTRODUCTION :

La situation macroéconomique du Maroc est en nette amélioration, et les perspectives pour 2007 sont favorables après un ralentissement de la croissance au cours de l'année 2005 suite aux mauvaises conditions atmosphériques.

L'action des institutions monétaires internationales confirme la tendance de croissance que connaît le Maroc ces dernières années<sup>1</sup>.

Chaque année, le FMI procède, conformément aux dispositions de l'article IV de ses Statuts, dans le cadre de ces consultations bilatérales avec les pays membres, à des évaluations du contexte financier et économique de chaque pays membre. Dans ce sens une mission des services du FMI s'est rendue au Maroc pour recueillir les informations économiques et financières, et s'entretenir avec les responsables nationaux au sujet de l'évolution et des politiques économiques du pays. Cette mission s'est soldée par un rapport sur la situation économique et financière du pays. Dans la note d'information publiée par le FMI le 11 octobre 2006, la situation budgétaire marocaine s'améliore notamment avec les progrès considérables réalisés en matière de libéralisation des échanges. Selon le FMI le Maroc, qui a souscrit à la norme spéciale de diffusion des données (NSDD)<sup>2</sup> en décembre 2005, continue d'améliorer la qualité et la diffusion de ses statistiques et d'accroître la transparence de sa politique économique.

Sur le plan local les chiffres actuellement rendus public concernant le taux de croissance constituent un vecteur positif qui annonce le début du regain de confiance pour l'économie marocaine et le commencement d'une nouvelle ère. En dépit d'une pluviométrie instable et moins clémente pendant cette dernière décennie, le PIB a

---

<sup>1</sup> Fond Monétaire International : Note d'information au public n° 6/115, Washington, 2006

<sup>2</sup> Fond Monétaire International : Directive sur la norme spéciale de diffusion des données, Washington, 1998

enregistré une variation positive entre 2005 et 2006 de plus de 8 %.<sup>3</sup> Cela est dû principalement, aux flux des investissements étrangers qui ont choisi de financer une série de projets, créant par conséquence une dynamique perceptible dans l'économie nationale. Ce mouvement a eu des retombées positives sur l'ensemble des secteurs constituant le tissu économique marocain, notamment le secteur financier et en particulier le marché boursier qui connaît une véritable renaissance ces derniers temps après la crise des années 1999 et 2001. Ainsi, les réflexions et les études de recherche trouvent de plus en plus une terre fertile pour se développer.

Etant un secteur d'actualité, le marché boursier ne pourrait ignorer l'intérêt que revêt l'information financière qui constitue le soubassement inévitable de toute opération ou transaction boursière. La question qui s'impose est de savoir comment une information peut influencer négativement ou positivement le cours d'une société cotée ? D'où l'intérêt de porter la lumière sur la qualité de l'information financière et les conditions qui concourent en faveur ou contre la transparence recherchée principalement par les clients de ces produits, à savoir les investisseurs.

Certes, la législation marocaine, mise en place, donne les pleins pouvoirs à l'autorité étatique qui n'est autre que le CDVM pour contrôler l'information établie et diffusée par les personnes morales faisant appel public à l'épargne, et s'assurer de leur légalité, mais les acteurs intervenant dans les différentes phases de production de diffusion et de l'analyse de l'information financière rendraient la question de la transparence plus compliquée de ce qu'il semble être.

Le circuit emprunté par l'information financière est scindé en trois phases essentielles. La première étape commence avec la production des états financiers et la certification des comptes par les commissaires aux comptes mandatés par les entreprises faisant appel public à l'épargne. Le choix des commissaires aux comptes par les

---

<sup>3</sup> Point de conjoncture n° 11 : Institut National de l'Analyse de la Conjoncture, Haut Commissariat au Plan, 2007

sociétés qui sont tenues de certifier leurs comptes avant de les rendre public est d'une grande importance. Ainsi les questions à poser dans ce niveau concernent l'exercice et le développement du métier de l'expertise comptable au Maroc qui conditionne en grande partie la véracité des comptes et par conséquent la transparence de l'information financière en amont de toute opération de diffusion.

La deuxième phase n'est autre que cette dernière opération qui ne se limite pas uniquement au respect des obligations légales de publier les comptes dans les JAL (journaux d'annonces légales), mais s'étend pour englober la stratégie de communication financière suivie par la société cotée à la Bourse. Selon une étude menée auprès des sociétés françaises, la communication financière occupe 60 % de la communication institutionnelle qui a pour mission de soigner et de crédibiliser l'image de la société aux yeux des investisseurs et des partenaires.

La dernière étape de ce circuit est le traitement et l'analyse de l'information financière diffusée par les sociétés. Cette phase est d'une grande importance. Il s'agit de la lecture et l'interprétation, de l'information financière brute, par les spécialistes du domaine représentés principalement par les analystes financiers en vue d'apporter à l'information diffusée la valeur ajoutée que recherche l'investisseur. Ces analystes financiers ont pour mission la vulgarisation de l'information financière dans le but d'instaurer une meilleure transparence au sein du marché boursier entre les sociétés cotées d'une part et les clients investisseurs d'autre part. Par conséquent, leur degré d'objectivité ou de subjectivité constituerait, entre autres, l'échelle de mesure de la transparence de l'information financière escomptée.

A l'instar des autres pays qui ont été bouleversés par des scandales financiers, le secteur boursier au Maroc a connu ces dernières années des cas similaires. Dans ce contexte, des questions liées à la pratique de la gouvernance dans les entreprises marocaines, l'éthique et la déontologie dans les affaires, s'imposent et restent

toujours posées en attente des réponses. Le présent travail de recherche propose de mettre en exergue une partie de ces questions, en se référant au benchmarking tunisien, européen et américain, dans le but d'apporter la lumière sur les améliorations possibles ainsi que les propositions susceptibles de garantir une information financière de qualité au Maroc.

Conscient de l'importance de l'information financière, le gouvernement marocain, a entrepris depuis la fin des années 80, une réforme globale qui a touché à la fois la normalisation comptables ainsi que l'organisation et le développement des métiers y afférents<sup>4</sup>.

Le sujet s'intéresse également à l'amélioration de l'information financière des entreprises qu'est une des composantes essentielles du développement économique durable du Maroc. Premièrement, une information financière de qualité renforcera l'architecture financière du pays et réduirait le risque de crises et scandales financiers dont les conséquences catastrophiques sur l'économie sont démontrées tant au Maroc qu'au niveau international. Deuxièmement, elle contribuerait à promouvoir l'investissement étranger et favoriserait le développement international des entreprises marocaines.

Enfin, il est à signalé que la transparence de l'information financière contribue à la mobilisation de l'épargne nationale et au développement des transactions boursières.

La problématique objet du présent travail de recherche est posée au travers cette grande question : **Quelle transparence de l'information financière au Maroc : Cas des sociétés cotées à la BVC ?**

Autrement dit, pourquoi les normes comptables en vigueur ainsi que les instances et mécanismes chargés du contrôle, de régulation et

---

<sup>4</sup> Allocution de Monsieur le Ministre des Finances et de la Privatisation à l'ouverture de la Table Ronde sur le développement d'un plan d'action pour l'amélioration de l'information financière et la normalisation comptable au Maroc organisée par la Banque Mondiale les 18 et 19 février 2003 à Rabat

du traitement de l'information financière au Maroc ne seraient pas en mesure de garantir une information financière fiable et crédible ?

Pour répondre à cette question nous avons jugé opportun d'adopter la démarche qui se résume d'une part à un diagnostic documentaire dans l'objectif de vulgariser le concept de l'information financière, de délimiter le champs d'intervention de chaque acteur concerné par le métier de la bourse et dégager les meilleures pratiques en matière de préventions des scandales financiers à travers un benchmark international. D'autre part, un diagnostic sur le terrain auprès des différents intervenants de l'amont à l'aval du processus de la diffusion de l'information financière pour en vue de nous permettre de mettre en exergue les points forts à saisir et les points faibles à améliorer pour contribuer à instaurer plus de transparence de l'information financière à destination des investisseurs.

Pour ce faire, nous avons adopté un plan qui se décline en deux grandes parties à savoir, une première partie qui va traiter la transparence de l'information financière notamment son cadre théorique et contextuel, et une deuxième partie qui sera consacrée à l'analyse du processus de la transparence de l'information financière au Maroc pour pouvoir dégager en dernier lieu les orientations stratégiques susceptibles d'améliorer la transparence de l'information financière.

L'ossature du plan du présent travail de recherche se décline comme suit :

<b>INTRODUCTION GENERALE</b>
INTRODUCTION
PROBLEMATIQUE
<b>PARTIE I TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE : CADRE THEORIQUE ET CONTEXTUEL EN DEUX CHAPITRES</b>
CHAPITRE I : REFERENTIEL DE MESURE en trois sections
CHAPITRE II : REPERAGE INTERNATIONAL : BENCHMARKING EN TROIS SECTIONS
<b>PARTIE II : PROCESSUS DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE AU MAROC EN QUATRE CHAPITRES</b>
CHAPITRE I : DESCRIPTION DE LA DEMARCHE D'INVESTIGATION EN DEUX SECTIONS
CHAPITRE II : BILAN DIAGNOSTIC DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE EN TROIS SECTION
CHAPITRE III : ANALYSE DU PROCESSUS DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE EN TROIS SECTION
CHAPITRE IV : DEVELOPPEMENT STRATEGIQUE DES RECOMMANDATIONS EN DEUX SECTIONS
<b>CONCLUSION GENERALE</b>

## PROBLEMATIQUE :

### 1 - Trilogie : Problématique, hypothèse et questions.

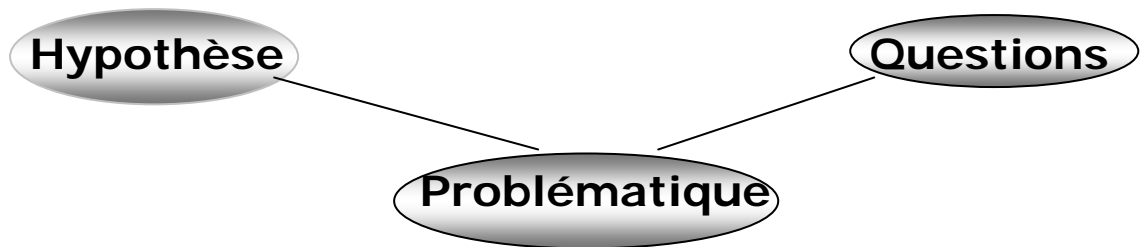


Figure 1 : Trilogie Problématique, hypothèse, question

#### 1.1 Problématique :

La problématique objet du présent travail de recherche est posée au travers cette grande question : **Quelle transparence de l'information financière au Maroc : Cas des sociétés cotées à la BVC ?**

Autrement dit, pourquoi les normes comptables en vigueur ainsi que les instances et mécanismes chargés du contrôle, de régulation et du traitement de l'information financière au Maroc ne sont pas en mesure de garantir une information financière fiable et crédible ?

#### 1.2 Hypothèses

La problématique trouve son origine à travers un pré diagnostic qui a permis de poser un ensemble d'hypothèses qui se présentent comme suit :

1. Les normes comptables utilisées au Maroc ne favoriseraient pas la transparence de l'information financière

2. le cadre actuel ne donnerait pas au CDVM l'autorité nécessaire pour mener à bien sa mission de contrôle de l'information financière.
3. Les entreprises marocaines dont les structures sont à prédominance familiale ne faciliteraient pas la transparence en matière d'information financière.
4. les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca ne respecteraient pas leurs obligations en matière de communication de l'information financière requises par le CDVM : cas des sociétés radiées de la cote et des entreprises ayant subi un retraitement de leurs états financiers.
5. les sources proposées de l'information financière ne permettraient pas aux analystes financiers d'accomplir leur mission pour la vulgarisation de l'information.
6. la complexité des procédures de publication de l'information financière constituerait un frein à la transparence de l'IF.
7. l'absence d'un contrôle de qualité de l'exercice des professions comptable et financières serait à l'origine de la production d'une IF dont la sincérité est douteuse.

### **1.3 Questions :**

Afin de pouvoir vérifier la pertinence des hypothèses annoncées il est proposé une série de questions de recherche. Les réponses aux questions ci-dessous apporteront certainement des données permettant d'infirmer ou de confirmer les hypothèses déclarées. Il s'agit notamment de :

1. Quelles sont les normes et les règles appliquées pour le contrôle de la fiabilité de l'information au Maroc?
2. Existe-t-elle une standardisation dans l'application des normes comptables par les sociétés cotées à la BVC ?
3. Les normes IFRS sont elles appliquées au Maroc ? dans quels cas ?

4. Quelles sont les difficultés rencontrées par les commissaires aux comptes dans le contrôle de l'information financière ?
5. Quel est le processus de diffusion de l'information financière au Maroc ?
6. Quels sont les procédés de forme et de fond suivis dans la divulgation de l'information financière ?
7. Quels sont les moyens utilisés pour la vulgarisation de l'information financière ?
8. Existent-ils des écarts entre l'information financière diffusée au public et celle traitée par l'analyste financier ? si oui lesquels ?
9. Quels sont les éléments déterminants dans l'appréciation de la qualité de l'information financière au Maroc ?
10. Existe il des mesures de prévention contre la manipulation de l'information financière dans le domaine boursier ?
11. Quelles sont les moyens utilisés en matière de communication de l'information financière?
12. Quels sont les difficultés et les problèmes soulevés par les analystes financiers concernant l'exploitation de l'information financière produites par les sociétés cotés?
13. Quelles sont les suggestions proposées pour améliorer la qualité de l'information financière communiquée par les sociétés cotées ?
14. Quels sont les moyens humains, techniques et financiers que doit disposer le CDVM pour accomplir au mieux la mission de contrôle de l'information produite par les sociétés soumises à son autorité ?
15. Les normes IFRS sont ils applicables en harmonie avec les normes marocaines ?
16. Quel est l'apport de l'application de la loi SOX pour garantir la sécurité et la fiabilité des informations financières produites ?

17. Quel est l'apport de l'exercice de la profession du commissariat au compte sur les pratiques de la bonne gouvernance des entreprises marocaines faisant appel public à l'épargne ?
18. Quelles sont les recommandations pour une meilleure communication de l'information financière ?
19. Quelles sont les propositions pour l'amélioration de la qualité de l'information financière au Maroc ?

## 2 Trilogie : Métier, concept et lieu + Client

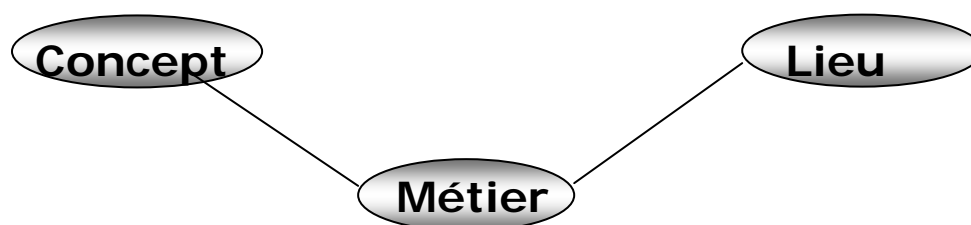


Figure 2 : Trilogie concept, métier, lieu

### 2.1 Le métier : le marché boursier :

En parallèle au développement des marchés financiers classiques à savoir les marchés de change, hypothécaire ou bancaire le marché boursier occupe une place de plus en plus importante dans l'investissement. En dépit des risques qu'il présente il constitue une source attractive et pragmatique pour le financement des entreprises et l'investissement pour les épargnants.

La bourse constitue a priori, comparativement aux autres marchés, un marché transparent où tous les opérateurs possèdent une parfaite connaissance des éléments composant le marché. Grâce au « crieur »

ou à l'affichage électronique tel que pratiquait aujourd'hui, tout est connu pour tous au même temps.<sup>5</sup>

Par ailleurs cette transparence reste théorique dans la mesure où l'information nécessaire pour l'intervention en bourse reste globalement incomplète. Le cours à lui seul ne suffit pas pour se renseigner sur la vie du titre, d'autres informations tel que les résultats prévisionnels de l'entreprise, sa stratégie, ses principales alliances etc. sont à prendre en considération ce qui pousse à réfléchir sur le degré de la transparence de l'information financière dans le secteur boursier.

## **2.2 Le concept : Le mix de la gouvernance, l'éthique et la déontologie**

L'éthique est une « réflexion qui intervient en amont de l'action et qui a pour ambition de distinguer la bonne et la mauvaise façon d'agir ».<sup>6</sup> Le comportement éthique est donc une réflexion sur la façon d'agir bien, propre à chacun, il se reflète à travers les décisions d'une organisation.

L'éthique dans l'entreprise est certes d'une grande utilité pour la régulation du système économique et financier. Elle contribue à l'instauration d'un climat de confiance entre les parties prenantes dans la création de richesses de l'entreprise.

La formalisation de l'éthique en entreprise se traduit par la rédaction d'un ou plusieurs documents exposant ses valeurs, idéaux, croyances, principes ou prescriptions.

Les codes de déontologie et les lois sont les premières réponses à l'instauration et à la mise en application de la réflexion d'éthique dans l'entreprise.

---

<sup>5</sup> **Alain Choinel et Geranrd Rouyer.** Le marché financier : structures et acteurs, Banque éditeur, 1999.

<sup>6</sup> **YILMAZ, Nabige.** La démarche éthique, autorégulatrice de l'économie. Faculté de Sciences Economiques – Gestion Université I Clermont-Ferrand. . [En ligne]. Disponible sur Internet : <http://www.cge.asso.fr/> (page consultée le 17/12/2006)

Le concept de la gouvernance d'entreprise interpelle le haut de la pyramide au sein de l'entreprise. Elle a commencé à se développer depuis les scandales comme Enron.

L'éthique s'avère utile puisque les lois et les démarches en matière de gouvernance d'entreprise se sont développés ces dernières années pour assurer la confiance de tous les prenants au système économique et financier, la confiance étant le principal facteur régulant le marché financier en général et le marché boursier en particulier.

Ainsi, le respect des normes d'éthique et des chartes déontologiques couplé à une bonne gouvernance constitue la pierre angulaire pour la transparence de l'information financière. Dans le présent sujet nous proposons la déclinaison de ces concepts sur le métier du marché boursier en vue de montrer la pertinence de la problématique à développer dans la deuxième partie.

Les sociétés cotées à la BVC sont soumises à des règles bien définies par la réglementation. Notre réflexion sur l'éthique propose de confronter les valeurs qui en découlent aux pratiques menées par la gouvernance. De ce fait, la délimitation du champ de la recherche dicté par le choix du sujet impose d'aborder cette réalité de l'angle des pratiques courantes des entreprises en matière de la communication financière.

### **2.3 Le lieu : Maroc**

L'espace abritant le présent travail de recherche est limité au territoire marocain étant donné que le pays dispose d'une seule place boursière à savoir celle de Casablanca. Le périmètre de recherche englobe les acteurs intervenant en amont et à l'aval de la publication de l'information financière nécessaire au fonctionnement du marché boursier marocain. Ainsi la problématique trouve son essence dans la recherche de la transparence en parcourant le chemin suivi par

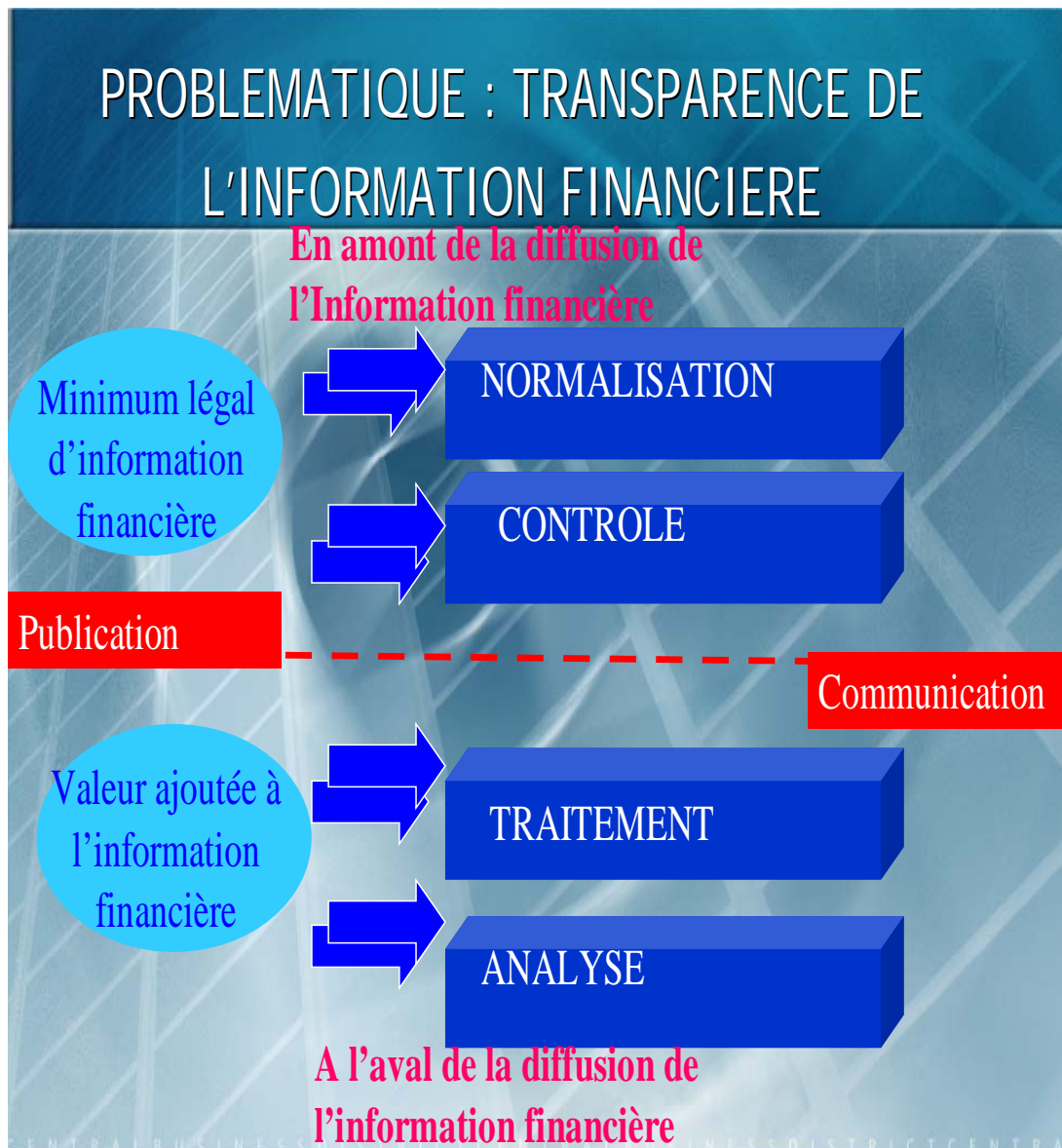
l'information financière ou tout simplement le processus de l'information financière.

#### **2.4 le client :**

Sur le plan éthique et déontologique la SMAF Société Marocaine des Analystes Financiers prend en charge la mission de la vulgarisation de l'information financière aux différents types d'investisseurs notamment les particuliers. Sa contribution pour l'amélioration de la transparence de l'information financière s'est traduite, depuis sa création en 2003 , par l'organisation de deux palmarès pour primer les meilleurs sociétés cotées à la BVC en communication financière. Dans ce contexte et suite à nos entretiens avec son président Monsieur Haddi Gharib, l'association voit en notre travail de recherche une bonne initiative susceptible de contribuer au développement du secteur.

Etant donné que la question de la transparence figure dans le centre d'intérêt de la SMAF notre travail s'inscrit dans les efforts déployés entre autres par l'association pour l'enrichissement du secteur et l'amélioration de l'information financière au Maroc.

Figure 3 : Problématique de la transparence de l'information financière



### **3 - Contexte de la problématique**

ENRON, WORLDCOM, VIVENDI UNIVERSAL, PARMALAT, ... Ces scandales financiers constituent à l'évidence des contre-exemples de Bonne Gouvernance d'Entreprise<sup>7</sup>. Ces « affaires » aux conséquences économiques et sociales considérables ont engendré une crise de confiance qui a, d'une part, ébranlé l'ensemble de l'édifice économique et financier et, d'autre part, montré la nécessité de revoir les mécanismes de régulation et de contrôle à tous les niveaux.

Ces affaires ont révélé également que la gouvernance des entreprises est l'affaire de tous car les salariés, les retraités, les créanciers, nombre de petits porteurs et la communauté dans son ensemble ont été touchés. Aussi, la société toute entière se trouve-t-elle aujourd'hui interpellée sur sa capacité à mettre en œuvre des dispositifs efficaces de surveillance et de contrôle de l'activité des dirigeants d'entreprises.

Afin de garantir les bons arbitrages et orienter efficacement les ressources financières vers les secteurs et les entreprises les plus contributifs à la croissance, La transparence de l'information financière de qualité et la transparence dans les échanges financiers entre l'Entreprise et ses actionnaires constituent un principe fondamental qu'il faut respecter. Ainsi, l'épargne canalisée participe à l'accroissement des sociétés cotées.

Depuis une dizaine d'années le Maroc n'a pas cessé d'entreprendre des réformes pour promouvoir le marché boursier, notamment pour garantir la transparence, la qualité et la disponibilité de l'information financière. Néanmoins, les scandales financiers qui ont secoué dernièrement le Maroc à travers certaines affaires les plus médiatisées (CNCA, CIH, BNDE, ...) montrent que notre pays souffre d'une réalité à laquelle il doit faire face.

---

<sup>7</sup> BELKAHIA : intervention lors d'un séminaire organisé par la Banque Mondiale en 2003

En marge des entreprises publiques et des PME, le Maroc compte un certain nombre de grands groupes privés faisant appel public à l'épargne et la Bourse de Casablanca enregistre une capitalisation de 252 milliards de DHS à fin 2005, ce qui représente 55% du PIB national, d'où l'enjeu est de taille.

A travers la lecture de ces événements et après avoir pris connaissance du référentiel marocain nous aboutissons à poser la grande question : **Quelle transparence de l'information financière au Maroc ?**

#### 4 – Triangle de la qualité de l'information financière :

## Triangle de la qualité

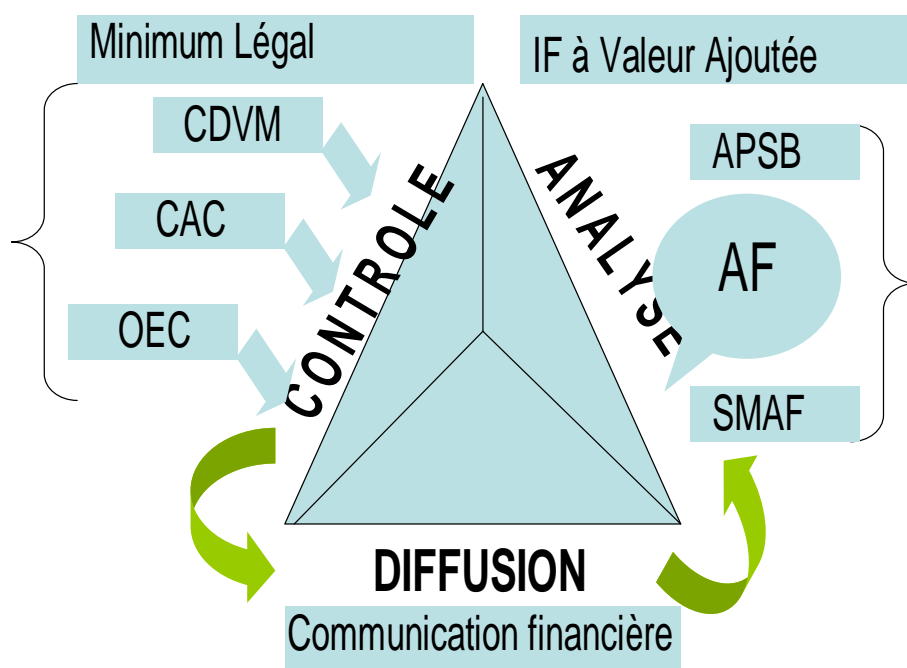


Figure 4 : Triangle de la qualité de l'information financière

# **PARTIE I TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE : CADRE THEORIQUE ET CONTEXTUEL**

## **INTRODUCTION :**

La bourse en tant qu'instrument de placement, permet aux particuliers de devenir les associés des plus grandes entreprises privées industrielles et commerciales par le biais des actions. Elle offre également la possibilité de devenir créancier de ces sociétés en achetant des obligations. Pour les entreprises, le recours au marché boursier revêt un ensemble d'avantages en termes de levé de fond de croissance et d'investissement.

Cependant l'appel public à l'épargne (APE), via le marché boursier, ne peut atteindre les desseins tracés sans une meilleure transparence de l'information financière diffusée.

Dans cette partie consacrée au contexte théorique et contextuel du sujet, nous abordons trois volets essentiels.

Pour commencer nous faisons un développement du concept théorique supportant le présent travail de recherche avec des définitions aussi détaillées des fondements et des soubassements théoriques des notions de l'éthique des affaires, de la gouvernance et de la déontologie. En parallèle, certaines composantes de ce mix conceptuel sont présentées à savoir la normalisation et la communication financière et ce, dans le but d'approcher au mieux la notion de la transparence de l'information financière.

Le contexte de l'étude ainsi que le métier dans lequel elle intervient font l'objet d'un développement dans le but de faire connaître l'environnement et le champ de la recherche.

Enfin, dans le souci d'enrichissement de cette étude un benchmarking international est effectué. Ainsi les expériences américaine, française et tunisienne sont traitées dans l'objectif de

positionner le Maroc et en tirer les éléments organisationnels et pratiques qui s'imposent.

## **CHAPITRE I : Référentiel de mesure**

### **Section 1 : Le concept manageriel : la transparence de l'information financière**

Une société cotée en bourse a des obligations légales à remplir, entre autres, la diffusion de l'information financière. Le passage à la communication financière se fait lorsqu'elle décide d'avoir une stratégie de communication qui s'intègre généralement dans la stratégie de la communication institutionnelle de l'entreprise.

L'information financière relève du cadre juridique précis qui repose sur deux principes essentiels à savoir la transparence et l'égalité de traitement de l'information. Tous les actionnaires, quelle que soit leur origine et indépendamment du nombre des titres qu'ils détiennent, ont le droit à la même information.<sup>8</sup>

#### **1.1 L'information financière**

L'information financière regroupe des données objectives, des faits et des chiffres de l'entreprise. On retrouve communément le chiffre d'affaire, le résultat d'exploitation, l'autofinancement, les investissements, le nombre d'employés, etc. répartis par branche, métier et filiale.

La législation marocaine impose aux émetteurs de publier des informations de nature financière et comptable, suivant certaines modalités bien déterminées. Il s'agit des états de synthèse sociaux et consolidés, publiés sur une base annuelle et semestrielle. En parallèle ces émetteurs sont tenus également de rendre public tout fait ou événement important pouvant avoir un impact significatif sur le cours de leurs titres en bourse ou sur le patrimoine des porteurs des titres.

---

<sup>8</sup> La communication financière par Anne GUIMARD, Edition ECONOMICA, 1998.

Ces obligations d'information sont prévues tout au long de la vie des valeurs mobilières émises.<sup>9</sup>

### **1.1.1 Définition :**

L'information financière est la seule source disponible pour un analyste externe. Elle reflète la réalité économique de l'entreprise. Au Maroc, comme dans la plupart des pays, il existe une obligation légale d'établir des comptes annuels, réguliers et sincères donnant une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'entreprise.<sup>10</sup>

Les éléments essentiels de l'information financière sont : le compte de résultat, le bilan, l'annexe et le tableau de flux ou de financement.

### **1.1.2 Typologie**

#### ***a Information annuelle***

Pour les émetteurs soumis aux dispositions de la loi sur la SA, ils sont tenus dans les 30 jours calendaires avant la tenue de l'Assemblée Générale Ordinaire AGO de publier les états de synthèse accompagnés du résumé du rapport des commissaires aux comptes, au moment de la publication de l'avis de convocation des actionnaires à l'AGO appelée à approuver lesdits états. Dans les 20 jours calendaires après la tenue de l'AGO : Les états de synthèse consolidés. Dans les 20 jours calendaires qui suivent la tenue de l'AGO : Les comptes consolidés doivent faire l'objet d'une publication<sup>11</sup>.

La nomenclature exigée par le CDVM des sociétés soumises à la loi sur les sociétés anonymes et autres que les établissements de crédit et les assurances est fixée comme suit :<sup>12</sup>

1. Le bilan ;
2. Le compte de produits et charges ;
3. L'état des soldes de gestion ;

---

<sup>9</sup> Guide de communication financière dédié aux émetteurs. CDVM

<sup>10</sup> Finance d'entreprise par Pierre Vernimmen, Ed. Dalloz, 2005.

<sup>11</sup> Loi sur la SA : loi n°17/95 relative aux sociétés anonymes telle que promulguée par le Dahir n°1-96-124 du 30 août 1996

<sup>12</sup> Circulaire n° 01/98 du CDVM relative à la publication et à la diffusion d'informations financières par les personnes morales faisant appel public à l'épargne Rabat, le 27 avril 1998.

4. Le tableau de financement ;
5. Les informations complémentaires suivantes : - L'état des dérogations (A2) - L'état des changements de méthodes (A3) - Le tableau des immobilisations (B2) ; - Le tableau des titres de participation (B4) ; - Le tableau des provisions (B5) ; - Le tableau des créances (B6) ; - Le tableau des dettes (B7) ; - Le tableau des sûretés réelles données ou reçues (B8) ; - Le tableau des engagements financiers reçus ou donnés hors opérations de crédit-bail (B9).
6. Le cas échéant, les comptes consolidés établis selon la méthodologie de consolidation prévue par le CNC ou selon les normes IFRS.
7. Le résumé du rapport des commissaires aux comptes sur l'exercice écoulé, pour les comptes sociaux et le cas échéant, pour les comptes consolidés.

La nomenclature des états requis ci-dessus change pour les établissements de crédit, les sociétés d'assurances et de réassurance, les émetteurs non soumis aux dispositions de la loi sur la SA ou ayant le statut d'office ou d'établissement public ou autres types d'émetteurs faisant appel public à l'épargne.

### ***b Information semestrielle***

Dans les 3 mois suivant la clôture de chaque semestre de l'exercice les comptes sociaux semestriels ainsi que les comptes consolidés accompagnés des attestations du ou des contrôleurs de comptes doivent être publiés dans un JAL. Au même titre dans les 4 mois suivant la clôture de chaque semestre de l'exercice les émetteurs ayant choisi de faire certifier leurs comptes semestriels consolidés peuvent porter le délai de la publication des comptes semestriels consolidés accompagnés du rapport de certification des contrôleurs des comptes à 4 mois de la clôture du semestre.

La nomenclature exigée par le CDVM est la suivante :

1. Le CPC doit être arrêté au terme du semestre écoulé et comparé au semestre correspondant de l'exercice écoulé. Le cas échéant, le CPC consolidé arrêté au terme du semestre écoulé.
2. La situation provisoire du bilan arrêtée au terme du semestre écoulé, et devant tenir compte des dotations et des reprises d'amortissements et de provisions du semestre concerné. La situation provisoire du bilan arrêtée au terme du semestre écoulé doit faire ressortir notamment : Le résultat net provisoire (après impôt), le cumul des amortissements comprenant les dotations et les reprises du semestre concerné (ces informations ne sont pas exigées des établissements de crédit), le cumul des provisions comprenant les dotations et les reprises du semestre concerné. Le cas échéant, la situation provisoire du bilan consolidée, arrêtée au terme du semestre écoulé. Pour assurer la comparabilité : la situation provisoire du bilan arrêtée au terme du premier semestre de l'exercice doit être comparée au bilan à la date de clôture de l'exercice précédent ; la situation provisoire du bilan arrêtée au terme du second semestre de l'exercice doit être comparée à celle arrêtée au terme du premier semestre du même exercice.
3. Le hors bilan (uniquement pour les établissements de crédit) Le hors bilan doit être arrêté au terme du semestre écoulé.
4. L'attestation de sincérité ou le rapport des contrôleurs des comptes. <sup>13</sup>

### ***c Information importante***

Une information importante constitue tout fait intervenant dans l'organisation ou la situation commerciale, technique ou financière des émetteurs, et pouvant avoir une influence significative sur les cours en bourse de leurs titres (en cas de cotation) ou une incidence sur le patrimoine des porteurs de titres (en cas d'APE sans cotation).

L'influence significative peut être favorable ou défavorable. Elle

---

<sup>13</sup> Art 154 de la loi 17/95 - Art 17 du Dahir portant loi n°1-93-212 tel que modifié et complété par la loi n°23/01 -Art 9 et 10 de la circulaire du CDVM n° 06/05

peut donc se traduire par un impact positif ou négatif sur les cours en bourse ou sur le patrimoine des détenteurs de titres. L'appréciation de la qualité d'information importante incombe aux dirigeants de l'émetteur sous leur responsabilité.

Il n'existe pas une liste exhaustive de faits qualifiés d'importants. Toutefois le CDVM dans le but d'aider les émetteurs à mieux cerner la notion d'information importante, a listé dans sa circulaire n°05/05 certains exemples, notamment :

- Un changement important dans l'organisation interne ou dans l'équipe dirigeante de l'émetteur ;
- L'obtention ou la perte d'un marché ou d'un contrat important ou tout autre fait concernant un client ou fournisseur important ;
- Le développement ou la commercialisation d'un nouveau produit ayant un effet important sur l'activité de l'émetteur ;
- Tout événement sectoriel extérieur de nature à modifier de façon significative le positionnement de l'émetteur ;
- etc.

## **1.2 Les normes comptables**

Les normes comptables sont apparues depuis le XV siècle avant de devenir la source la plus sûre de l'information financière et économique. La comptabilité qu'est la base du système d'information de gestion de l'entreprise constitue aujourd'hui le langage commun de celle-ci avec tous ses partenaires : personnels, clients, fournisseurs, créanciers, actionnaires et public en général. La nécessité de rendre compréhensible ces langages par ces participants, a conduit à la mise en place de ce qu'on appelle la normalisation comptable. <sup>14</sup>

### **1.2.1 Définition**

Les normes comportent des principes, des règles, des méthodes intégrées dans un référentiel comptable. Pour être applicable, ce

---

<sup>14</sup> Pratique des normes IAS / IFRS : comparaison avec les règles françaises et les IS GAAP par Robert OBERT, Edition DUNODN, 2004.

référentiel doit fréquemment être lui-même intégré au sein d'un droit comptable. <sup>15</sup>

La normalisation comptable a pour objectifs :

- l'amélioration des méthodes de tenue comptable en vue d'améliorer l'image fidèle et réaliste apportée par les états financiers ;
- une meilleure compréhension des comptabilités et de leur contrôle ;
- permettre la comparaison des informations comptables dans le temps et l'espace ;
- faciliter la consolidation des comptes ;
- élaborer des statistiques.

### **1.2.2 Les normes IAS /IFRS**

En 1973, les représentants des principales organisations comptables d'Australie, du Canada, de France, de Japon, d'Allemagne, du Mexique, des Pays Bas, de Grande Bretagne, d'Irlande et des Etats-Unis ont signés à Londres la charte de la création d'un organisme international, le comité des normes internationales, l'International Accounting Standards Committee (IASC) pour mettre en forme des standards comptables de base appelés IAS (International Accounting Standards), puis depuis 2002 l'IFRS (international Financial Reporting Standards) qui seraient acceptés par le monde en entier.

#### ***a Le comité des normes internationales IASC/IASB :***

En 2001 l'IASC a subi une réforme et une nouvelle organisation composée notamment d'une fondation IASC et d'un nouveau conseil dénommé International Accounting Standards board (IASB) a vu le jour. Les objectifs du comité des normes internationales sont formalisés dans la constitution de l'IASC/IASB (approuvée en mai 2000 et révisée en mars 2002) sont les suivants :

---

<sup>15</sup> Revue Echo Gestion/ les normes comptables internationales : les normalisateurs [www.ecogesam.ac-aix-marseille.fr/revue](http://www.ecogesam.ac-aix-marseille.fr/revue) consulté le 10/03/2007

- Elaborer dans l'intérêt général un jeu unique de normes comptables de haute qualité, compréhensibles et que l'on puisse appliquer dans le monde entier, imposant la fourniture dans les états financiers et autres informations financières, d'information de haute qualité, transparentes et comparables, de manière à aider les différents intervenants sur les marchés de capitaux dans le monde, ainsi que les autres utilisateurs dans leur prise de décisions économiques.
- Promouvoir l'utilisation et l'application rigoureuse de ces normes.
- Tendre vers la convergence des normes comptables nationales et des normes comptables internationales pour des solutions de haute qualité.

### ***b Les normes internationales IAS/IFRS :***

A partir de 2005 toutes les entreprises européennes faisant appel public à l'épargne sont obligées d'établir les comptes consolidés selon le référentiel IAS/IFRS. Toutefois, il va sans dire que ces normes comptables de l'IASB sont fortement inspirées des règles comptables britanniques et américaines compte tenu de l'importance des marchés financiers des pays anglo-saxons.

Les normes IAS / IFRS ont été instituées en vue d'assurer sur le plan mondiale une convergence de l'information financière et comptable et d'éviter, ce que les chercheurs appellent « la comptabilité créative ». En effet l'hétérogénéité des systèmes comptables est considérée comme l'un des facteurs importants de l'inefficience des marchés financiers. Cette hétérogénéité nuit sensiblement aux comparaisons entre les comptes des entreprises et crée par conséquent le doute chez les investisseurs. Elle ne facilite pas la fluidité de l'offre et de la demande en favorisant une communication financière opportuniste voir trompeuse.

Les normes comptables internationales sont hiérarchisées par opposition aux normes américaines en cinq niveaux selon la préférence suivante :

**Tableau 1 : Classement des IAS/IFRS GAAP<sup>16</sup>**

Niveaux	Classement
Premier	1. Normes IAS et IFRS 2. Interprétation SIC (Standing Interpretation Committee) et IFRIC
Second	3. Cadre conceptuel IASB
Troisième	4. Bases de conclusions de chacune des normes IAS/IFRS 5. Guide d'application des normes IAS/IFRS
Quatrième	6. Standards présentés par les normalisateurs nationaux, autre littérature comptable, pratiques acceptées par l'industrie

### **1.2.3 Les normes US GAAP**

Contrairement aux pays européens qui exigent de toutes les sociétés de présenter les comptes individuels et consolidés, aux Etats Unis seules les entreprises faisant appel public à l'épargne ont l'obligation de présenter des comptes au public.

Aux Etats-Unis l'USA la source principale de la normalisation comptable est constituée par les organismes professionnels à savoir l'AICPA (L'American Institute of Certified Public Accounting) créée en 1987 et le FASB (Financial Accounting Satafars Board) créée en 1973. Toutefois il y a lieu de signaler que la SEC (Securities and Exchange Commission), organe de surveillance et de contrôle des marchés financiers américaines, joue un rôle primordiale pour veiller au respect des normes avec la fourniture d'une information financière fiable et

---

<sup>16</sup> Chapitre II les principes comptables fondamentaux page 64/Pratique des normes IAS / IFRS : comparaison avec les règles françaises et les IS GAAP par Robert OBERT, Edition DUNODN, 2004.

crédible par les sociétés cotées. En dépit du poids dont jouit la SEC, et des quelques recommandations qu'elle a publiés en matière de comptabilisation (SAB, Staff Accounting Bulletins), cette instance a laissé au secteur privé notamment les auditeurs et les commissaires aux comptes la tâche de définir les principes comptables généralement admis US GAAP (Generally Accepted Accounting Principale).

L'importance des marchés boursiers américains qui englobent environ 10 000 sociétés cotées dans les différentes places, explique l'orientation de la réglementation comptable vers les besoins de bourse des grandes entreprises. Les petites sociétés non cotées sont libres d'organiser leur comptabilité soit selon les US GAAP ou selon les principes appliqués en fiscalité.

Aux Etats-Unis, contrairement à certains pays européens et africains, il n'existe pas de plan comptable applicable à toutes les entités. Chaque entité doit établir un plan de compte qui correspond à ses besoins.

Les US GAAP, principes comptables généralement admis se composent des conventions, des règles et des procédures qui définissent les pratiques comptables.

Un classement des GAAP a été effectué par l'AICPA en cinq niveaux comme suit :

**Tableau 2 Classification des normes US GAAP – Entités non gouvernementales** <sup>17</sup>

Niveaux	Classement
Premier	FASB normes FASB Interprétation EITF APB opinions AICPA bulletins de recherche comptable (ARB)
Second	FASB bulletins techniques

<sup>17</sup> Chapitre II les principes comptables fondamentaux page 69/Pratique des normes IAS / IFRS : comparaison avec les règles françaises et les IS GAAP par Robert OBERT, Edition DUNODN, 2004.

	AICPA guides d'audit de l'industrie AICPA guides comptables AICPA position
Troisième	Consensus du FASB EITF AICPA bulletins pratiques
Quatrième	AICPA interprétations comptables Questions : réponses publiées par le bureau FASB Pratiques reconnues et courantes de l'industrie
Cinquième	Autre littérature comptable – En l'absence des principes comptables établis, l'auditeur considère toute autre littérature comptable pertinente dans des circonstances semblables

#### **1.2.4 Les normes locales**

Concernant la normalisation comptable, le Maroc s'est doté, pour la première fois, d'un droit comptable, objet de la loi n° 9-88 relative aux obligations comptables des commerçants et du Code Général de la Normalisation Comptable (CGNC), entré en application à partir de 1994.

### **1.3 Communication de l'information financière**

La communication financière vise à donner à l'information financière une portée stratégique en maîtrisant les relations qu'entretient la société cotée vis-à-vis du marché boursier. L'information financière publiée engage l'entreprise, et ses dirigeants envers les investisseurs et les clients de manière générale. La communication financière qu'est une composante essentielle de la stratégie globale de la communication institutionnelle est utilisée comme outil stratégique pour le maintien et le développement de la notoriété et l'image de la société sur le marché. Cet outil joue un rôle essentiel dans la démarche de marketing financier et boursier

notamment dans l'élaboration et la déclinaison en plans d'action la stratégie financière de l'entreprise.<sup>18</sup>

En effet, en examinant les efforts consentis par chaque entreprise cotée on distingue deux niveaux en matière de communication. Le premier concerne l'obligation légale à satisfaire en matière de diffusion de l'information financière. Cela correspond à ce qu'on appelle le minimum légal de conformité. Le second laisse une marge libre à l'entreprise pour concevoir sa stratégie aussi bien sur le plan de forme que de fond mais en parfait respect de la législation en vigueur notamment la circulaire n° 1/05 du CDVM concernant les rumeurs, les fausses et fallacieuses informations.

### **1.3.1 Publication au JAL**

Les sociétés faisant appel public à l'épargne sont tenues de publier le contenu des états financiers objet des information annuelles, semestrielles et importantes (Paragraphe b.1, b.2, b.3 de la partie 1 ci-dessus) par un communiqué de presse inséré dans un Journal d'Annonce Légale (JAL)<sup>19</sup> et adressé à au moins une agence de presse au plus tard le jour de sa publication.

La rédaction dudit communiqué doit être faite avec un style neutre avec des faits précis, suffisamment détaillés afin de permettre au public d'apprécier la substance réelle de l'information. La vérification de la diffusion effective et intégrale du communiqué dans le JAL doit être assurée par les sociétés concernées.

### **1.3.2 Communication au public**

« La communication financière est définie comme toute activité d'information financière et de promotion de l'image financière de l'entreprise »<sup>20</sup>

---

18 Jean-Yves Léger. La communication financière Bâtir et mettre en œuvre une stratégie de communication financière, Dunod, 2003

19 Article 18 du Dahir portant loi n°1-93-212 tel que complété et modifié par la loi n°23/01.

20 DE BRUIN, Robert. Communication financière : image & marketing de l'entreprise. France: Editions Liaisons, 1999.

La communication financière ne peut être séparée de l'appel public à l'épargne. Les cibles de la communication financière sont classés comme suit<sup>21</sup> :

- Les analystes financiers et les investisseurs institutionnels
- Les actionnaires salariés
- Les actionnaires particuliers
- La presse
- Les clubs d'investissement
- Les porteurs d'obligations ou de billets de trésorerie
- Les banquiers
- Les agences de notation
- Les forces de vente des établissements financiers
- Les clients et fournisseurs
- Les concurrents

### **1.3.3 Ethique de l'information financière**

#### **a- Code déontologique et Ethique**

Les sociétés cotées à la Bourse des Valeurs sont tenues de formaliser des règles de comportement à suivre au sein de l'entreprise, afin d'assurer, le respect de la déontologie et des règles légales, notamment relatives aux délits boursiers. S'agit du code déontologique.<sup>22</sup>

Le contenu dudit code est défini par la circulaire du CDVM n°1/05 cité ci-dessous. Il englobe en plus des règles déontologiques particulières relevant de l'activité spécifique de la société, celles régissant l'utilisation et la communication de l'information privilégiée<sup>23</sup> sur la société cotée. L'information privilégiée selon l'article 25 du Dahir

---

<sup>21</sup> Rapport de synthèse d'Euro RSCG Omnium § associés : Observatoire de la communication financière, France, 1996.

<sup>22</sup> Article 3 de la section I de la Circulaire du CDVM n°01/05 du 18 Mars 2005 relative aux règles déontologiques devant encadrer l'information au sein des sociétés cotées.

<sup>23</sup> Article 25 du Dahir portant loi n°1-93-212 tel que complété et modifié par la loi n°23/01.

portant loi n° 1-93-212, est « Toute information relative à la marche technique, commerciale ou financière d'un émetteur ou aux perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, encore inconnue du public et susceptible d'affecter la décision d'un investisseur. »

En particulier, est considérée comme information privilégiée :

- un projet de cession stratégique d'une partie de l'actif ;
- une distribution d'un dividende exceptionnel ;
- un projet de recomposition du capital ;
- un projet d'offre publique sur le marché ;
- des résultats exceptionnels, par rapport à l'historique ou au consensus de place.

Il n'existe pas de modèle type du code déontologique. Il est spécifique. Chaque société doit s'appuyer sur son organisation interne. Par ailleurs le CDVM en vertu de sa circulaire n° 1/05 peut assister les entreprises cotées au cours de l'élaboration de leur code déontologique.

#### **b- Délit d'initié**

Afin de limiter la circulation et l'utilisation de l'information privilégiée susceptible de conduire à des infractions aux règles légales au sens de l'article 25 du Dahir portant la loi n° 1-93-212 relatif au CDVM les sociétés cotées sont invitées par le CDVM au terme de la circulaire n° 1/05 de mettre en place des mesures organisationnelles, notamment :

- Interdiction des transactions sur les actions de la société par les **personnes initiées** en cas de détention d'informations privilégiées, jusqu'au moment de la publication dédites informations.
- Transparence des transactions effectuées sur les actions de la société cotée par les personnes initiées;

- Mise en place de « Murailles de chine »<sup>24</sup> se traduisant par des procédures régissant les flux d'information et permettant une séparation claire et formalisée entre les unités ou activités générant et/ou exploitant des informations privilégiées et les autres unités au sein de la société ;
- Désignation d'un déontologue.

Les **personnes initiées** peuvent être distinguées en deux catégories :

**Les initiés permanents** : Dirigeants, les membres du conseil d'administration et de surveillance ainsi que les participants habituels au processus d'établissement des comptes de la société.

**Les initiés occasionnels** : Partenaires contractuels (avocats ou conseillers intervenant dans une négociation ou une décision importante sur la situation de la société).

La période d'interdiction des transactions effectuées par les personnes initiées court à partir du moment où lesdites personnes ont pris connaissance d'une information importante jusqu'à la date à laquelle cette information est rendue publique par voie de communiqué de presse, dans un JAL.

### **c- Fausse information et rumeurs**

L'information fausse est définie comme étant toute information mensongère, inexacte ou fallacieuse, diffusée dans le but de provoquer un mouvement sur les cours des titres de la société. <sup>25</sup>Alors que la rumeur est une information qui provoque une activité inhabituelle sur des titres cotés à la Bourse des Valeurs.

---

<sup>24</sup> Article 5 de la section II de la Circulaire du CDVM n°01/05 du 18 Mars 2005 relative aux règles déontologiques devant encadrer l'information au sein des sociétés cotées.

<sup>25</sup> Guide de communication financière dédié aux émetteurs. CDVM

L'émetteur ayant fait l'objet d'une rumeur ou dont le titre a fait l'objet d'une rumeur, doit immédiatement publier un communiqué de presse donnant des éclaircissements sur de telles rumeurs, qui doivent être soit confirmées soit infirmées.

Par ailleurs, toute information qui, sans être fausse, est présentée de manière pernicieuse en vue d'induire l'utilisateur en erreur est considérée trompeuse. Il en est ainsi d'une représentation graphique trompeuse sur l'évolution des résultats d'une société. De même, une omission d'information ou la divulgation d'une information incomplète peut porter atteinte à la bonne information du public et constituer, de ce fait, une information trompeuse.

#### **d- Gouvernance**

Les deux chercheurs S. SHLEIFER & R. VISHNY définissent la gouvernance comme « Étude des procédés par lesquels les apporteurs de capitaux financiers garantissent la rentabilité de leur investissement »

La gouvernance se présente ainsi d'une part, comme un système de sécurisation des transactions liées à l'apport de ressources financières et d'autre part un moyen garantissant la création de la valeur actionnariale.<sup>26</sup>

Les entreprises sont tenues d'assurer de plus en plus de transparence, en matière de présentation des états financiers mais aussi en matière de gouvernance, cela se traduit de la part des investisseurs par un suivi des entreprises intégrant des démarches socialement responsables dans leur organisation.

Les études menées par l'Organisation de la Coopération et de Développement Economique OCDE révèlent que dans les pays émergents du monde entier dont le Maroc fait partie, les pratiques de la gouvernance des entreprises accusent encore

---

<sup>26</sup> Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale par Gérard CHARREAUX et Philippe DESBRIÈRES / *Université de Bourgogne, 1998*

beaucoup de retard. Elles mettent l'accent d'une part sur la faiblesse des institutions chargées de l'application des mécanismes de la bonne gouvernance volontaires. Et d'autre part elles ont constaté les insuffisances au niveau des capacités de surveillance qui se caractérisent par une défaillance du système de « corporate governance ».

En 2004 la CGEM a mandaté une équipe constituée par Monsieur Mustapha EL BAZE, Directeur du Cabinet FOCS, et Monsieur Abdelghani BENDRIOUCH, Professeur de l'Enseignement Supérieur, expert en gouvernance d'entreprise et consultant, pour la réalisation d'une étude sur la gouvernance d'entreprise au Maroc avec le soutien du « Center for International Private Enterprise »-- (CIPE).

L'étude portait sur l'évaluation du contexte juridique et institutionnel ainsi que la pratique de la gouvernance dans les entreprises par rapport aux textes en vigueur et aux normes et codes internationaux, notamment par rapport aux principes révisés de l'OCDE.

Les résultats de l'étude ont débouché sur une panoplie des recommandations<sup>27</sup> pour la promotion d'une culture de bonne gouvernance spécifique au Maroc à savoir :

- La mise sur pieds d'un code national des bonnes pratiques en matière de gouvernance d'entreprise inspiré des principes de l'OCDE
- Mettre en place un système incitatif à l'application du code de bonne gouvernance
- Lectures et vulgarisations des textes en relation avec la gouvernance
- Elaborer une charte de l'Administrateur

---

<sup>27</sup> Rapport sur la mission « La Gouvernance d'entreprise au Maroc » / CGEM, FOCS, Casablanca, 2004.

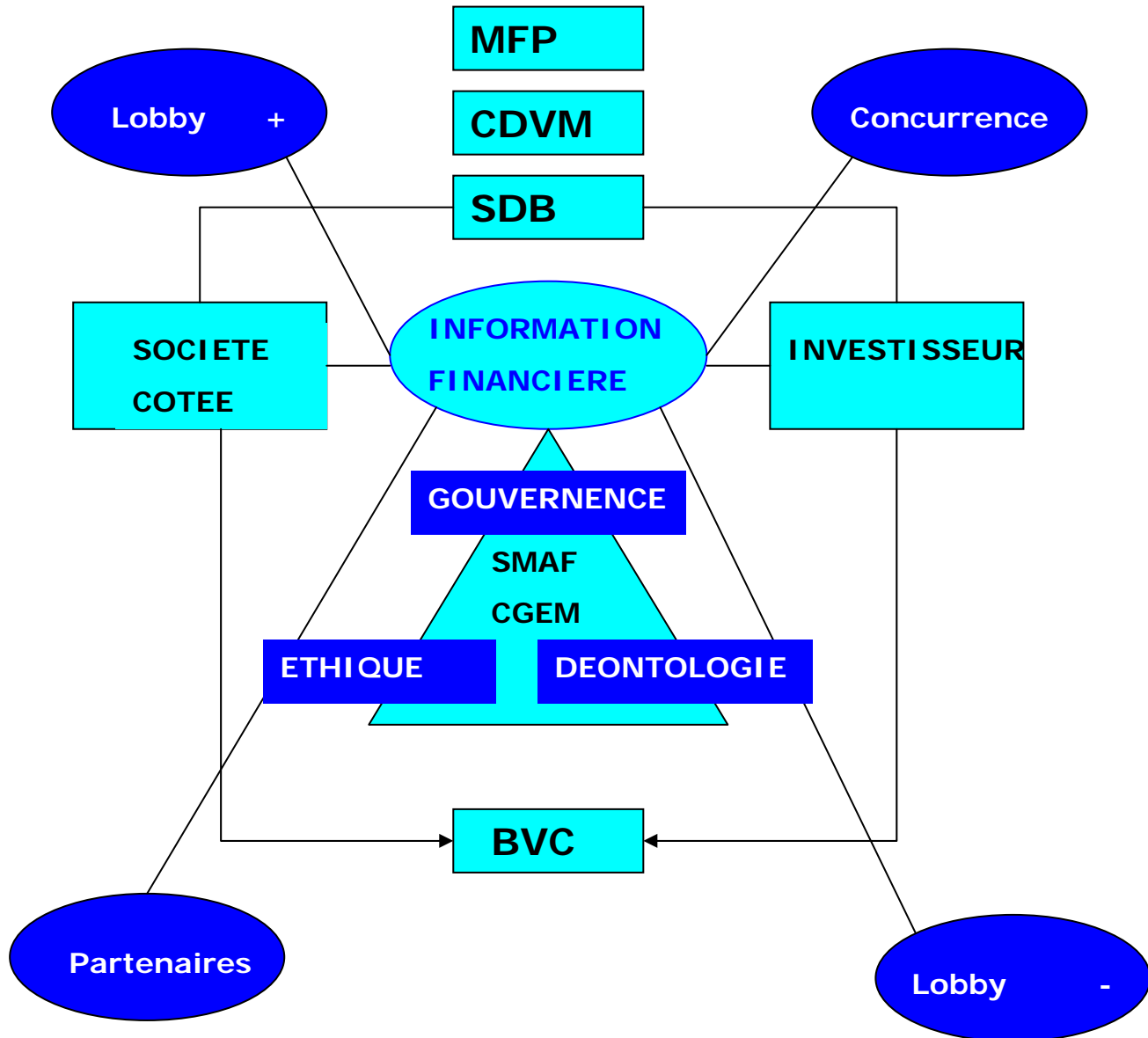
- Formation des Administrateurs
- Développer le rôle des comités d'audit
- Autres actions à envisager
- Gouvernance d'entreprise et gouvernance publique

## **Section 2 : Contexte et lieu de l'étude**

### **2.1 : Etoile stratégique**

Les différents intervenants et composants censés garantir cette transparence sont présentés dans le schéma ci-dessous intitulé « **étoile stratégique** ».

Tableau 3 : étoile stratégique des intervenants le processus de l'information financière



## **2.2 : Intervenants**

### **2.2.1 Les organismes de tutelle de normalisation et de contrôle de l'information financière**

#### **a. Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières**

##### ***a.1 - Présentation***

L'organisme public chargé du contrôle des informations émises par les sociétés qui font appel public à l'épargne est le CDVM. Cette institution joue un rôle central dans l'exercice de l'autorité de contrôle déontologique de l'information financière, en vertu de ce que lui conféré la loi n° 1 - 93 – 212.<sup>28</sup>

La création effective du CDVM, Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, a eu lieu en juillet 1994. Le CDVM est un établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière. Il a pour mission de veiller au bon fonctionnement, à la transparence, à l'intégrité et à la pérennité des marchés de valeurs mobilières. Il est également chargé d'assurer la protection des épargnants. Le CDVM est administré par un Conseil d'Administration, présidé par le Ministre des Finances et composé par le Ministre de la Justice, Le Gouverneur de Bank Al-Maghreb ou leurs représentants. Il comprend également trois personnalités désignées par le Ministre des Finances pour leur compétence dans le domaine économique et financier.

##### ***a.2 Organisation :***

Le CDVM est organisé en quatre départements :<sup>29</sup>

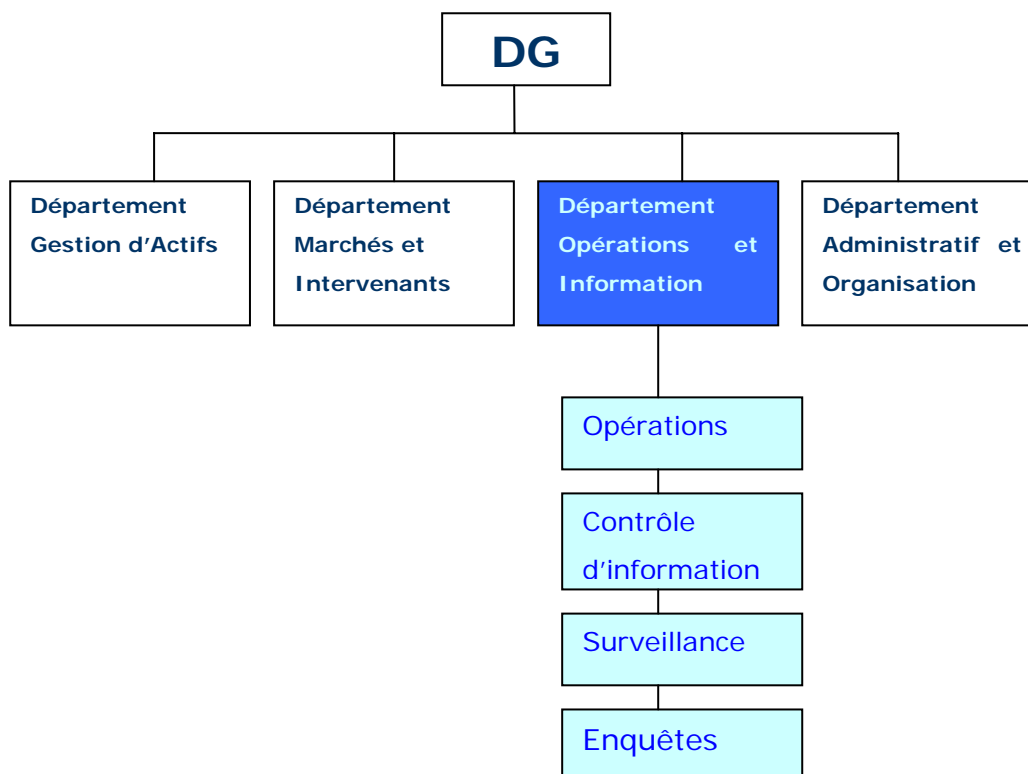
Figure 5 : Organigramme du CDVM<sup>30</sup>

---

<sup>28</sup> Dahir portant loi n° 1 – 93 – 212 du 21 septembre 1993

<sup>29</sup> Site Web du CDVM. [www.cdvm.gov.ma](http://www.cdvm.gov.ma) consulté le 24/04/2007.

<sup>30</sup> Source : site web du CDVM



### **Attributions du Département Opérations et Information : DOI**

Les attributions allouées au Département Opérations et Information sont

- Le contrôle des obligations d'informations des personnes morales et physiques faisant appel public à l'épargne,
- Le développement de la relation CDVM - émetteurs,
- Le suivi des analystes et journalistes financiers pour les accompagner dans l'amélioration du traitement de l'information relative au marché financier.
- Le contrôle et la validation, par l'octroi d'un visa le cas échéant, de toutes les opérations d'appel public à l'épargne.

Par ailleurs, à travers sa mission de surveillance du marché, le département veille à l'intégrité et à la transparence du marché, par la détection et l'analyse des anomalies; ainsi que l'identification et l'analyse de tout comportement suspect, permettant l'identification des

délits boursiers (délit d'initié, manipulation de cours, diffusion dans le public d'informations fausses ou trompeuses). Le département effectue les enquêtes rendues nécessaires à l'issue d'une pré-enquête sur une transaction boursière, suite aux conclusions d'une inspection de routine ou ponctuelle, d'une plainte parvenue au CDVM, ou sur demande d'une autorité habilitée tant nationale qu'étrangère

## **b La DTFE : La Direction de trésor et des Financements Extérieurs du Ministère des Finances**

### ***b.1 Historique***

Créée en 1920, la Direction Générale des Finances fût érigée en Ministère en 1955<sup>31</sup>. Depuis, la dite Direction a connu plusieurs changements tant au niveau de son statut (ministère/sous secrétariat d'Etat), qu'au niveau de ses prérogatives et ses domaines de compétence.

En 1978, Le Ministère des Finances et de la Privatisation s'est fixé les missions d'élaborer la politique financière, monétaire et du crédit et des finances extérieures de l'Etat<sup>32</sup>.

En outre, il participe activement à l'élaboration, la mise en œuvre et l'évaluation des politiques économiques, sectorielles et sociales.

A ce titre, il est chargé entre autres notamment :

- d'assurer 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 des collectivités publiques ;
- de définir les conditions de l'équilibre financier interne et externe, d'assurer la mobilisation des ressources nécessaires à cet effet, d'élaborer et de mettre en œuvre la politique d'endettement ;

---

<sup>31</sup> Ministère de l'économie et des investissements extérieurs. Revue AL Maliya, n°01, 1996

<sup>32</sup> Décret n°2-78-539 du 22 novembre 1978 relatif aux attributions et à l'organisation du Ministère des Finances

- d'assurer la tutelle sur les intermédiaires financiers, les banques, les établissements de crédit et le marché des capitaux, de réglementer et de suivre leur activité ;
- de réglementer et de contrôler l'activité des entreprises d'assurance, de réassurance et de capitalisation et de participer à l'élaboration de la réglementation et au contrôle des organismes de prévoyance sociale ;
- d'effectuer les actes d'administration et de disposition sur les biens mobiliers et immobiliers constituant le patrimoine privé autre que forestier de l'Etat ;
- de représenter le gouvernement aux institutions de financement internationales et régionales;
- de représenter les intérêts du trésor en justice ;

## ***b.2 Présentation : Direction du Trésor et des Finances Extérieures***

La DTFE est l'instance chargée de définir les choix du Ministre des Finances en matière de politique financière, monétaire, du crédit et de l'endettement. Elle trace les conditions de l'équilibre financier interne et externe en tenant compte de la conjoncture économique et financière.<sup>33</sup>

En parallèle à sa mission axée sur la définition des conditions d'équilibre du trésor à travers les émissions et les placements d'emprunts du Trésor et la mise en œuvre des modalités d'octroi des avances et des prêts du trésor et de la garantie de l'État, elle procède à la préparation des projets de textes législatifs et réglementaires dans les domaines de la monnaie et du crédit et veille sur leur exécution.

En outre, la DTFE assure la tutelle des banques, des établissements de crédit et des marchés des capitaux, et intervient dans la réglementation et le suivi de leur activité. Elle porte la stratégie du

---

<sup>33</sup> Site web du Ministère des Finances : [www.finances.gov.ma/ministere/direction/dtfe.htm](http://www.finances.gov.ma/ministere/direction/dtfe.htm) consulté le 5/03/2007

ministère en matière de détermination des normes et des politiques de financements extérieurs.

### ***b.3 – Organisation***

La Direction du Trésor et des Finances Extérieures comprend quatre sous directions et 13 divisions :

#### **La Sous direction 1 :**

- La Division des Opérations du Trésor ;
- La Division des Études Monétaires et de la Réglementation Bancaire ;
- La Division de la Balance de Paiements;
- La Division de la Dette Intérieure.

#### **La Sous-direction 2 :**

- La Division des Financements et Relations Bilatéraux ;
- La Division des Financements et Relations Multilatéraux;
- La Division des Relations avec l'Union Européenne ;
- La Division des Relations avec le Maghreb et le Monde Arabe et Islamique.

#### **La Sous direction 3 :**

- La Division du Crédit et des Investissements ;
- La Division du Marche des Capitaux ;
- La Division des Établissements de Crédits.

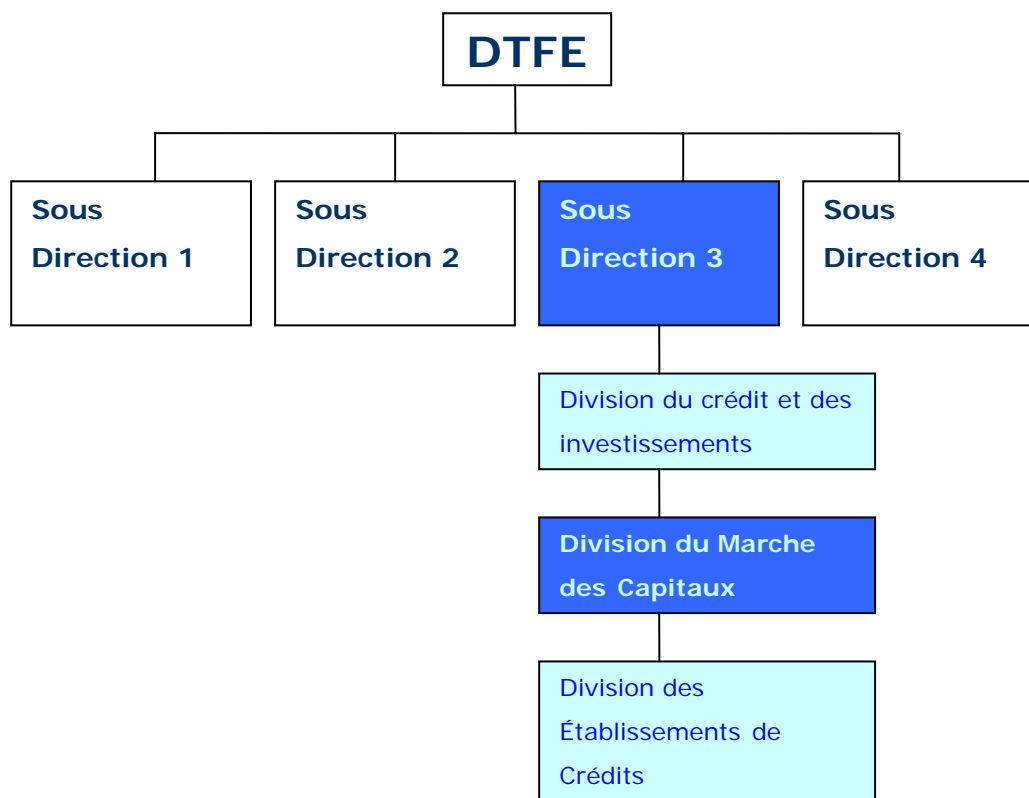
#### **La Sous direction 4 :**

- La Division de la Gestion de la Dette Extérieure ;
- La Division de la Restructuration de la Dette du Marche Financier International.

Figure 6 : Organigramme de la DTFE<sup>34</sup>

---

<sup>34</sup> Source site du ministère des Finances



## **C Le Conseil de la Normalisation Comptable:**

### ***c.1 Présentation***

Le Conseil National de la Comptabilité CNC, a été créé en 1989. La loi lui confie la normalisation comptable au Maroc. Ce conseil n'est devenu opérationnel qu'en 1991.

Le conseil siège à la Direction des Etablissements Publics et de la Privatisation (DEPP). La présidence du comité permanent du conseil est assurée par le directeur de la DEPP.

### ***c.2 Organisation :***

A l'instar de son homologue français, le CNC relève fonctionnellement de la DEPP.

Un rapport cofinancé par la Banque Mondiale et par le Groupement français regroupant le Conseil National de la Comptabilité, la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes et le Conseil

Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables établi en novembre 2001, sur la phase 1 a porté sur le « Renforcement des capacités institutionnelles du Conseil National de la Comptabilité du Royaume du Maroc ». <sup>35</sup>

### ***c.3 Mission***

Selon les experts de la Banque Mondiale le CNC est une institution *sui generis* rattachée à une administration publique du fait de la nature de ses missions qui, dans le contexte marocain d'une tradition juridique de droit écrit, sont :

- Concevoir, élaborer, et proposer les normes comptables et sectorielles,
- Recommander toutes mesures susceptibles d'améliorer l'information comptable,
- Représenter l'État dans les organismes internationaux de normalisation comptable.

En outre, le CNC est également chargé de missions relatives aux recherches théoriques en matière de comptabilité, à l'enseignement et la formation comptables.

## **d L'Ordre des Experts Comptables**

### ***d.1 Présentation***

L'Ordre des Experts Comptables gère la profession d'expertise comptable en vertu de la loi n° 15/89 qui lui confère le statut d'une personne morale. <sup>36</sup>

Les domaines d'intervention des experts comptables sont répartis en deux pôles.

Le premier concerne le commissariat aux comptes et l'audit. Il s'agit des missions légales de commissariat aux comptes conformément aux textes en vigueur et ce, en veillant à l'exclusion de toute immixtion dans la gestion, au contrôle et à la fiabilité des données comptables et financières. L'expert comptable exerce aussi des missions d'audit

---

<sup>35</sup> Rapport sur le respect des normes et codes. Comptabilité et audit, Banque Mondiale, 2002

<sup>36</sup> Site web [www.oec-maroc.com](http://www.oec-maroc.com) consulté le 15/03/2007

contractuel, financier et comptable. Ce sont des missions demandées en général par les actionnaires, les dirigeants ou par des tiers, et dont les objectifs peuvent différer de ceux de la mission de contrôle légal.

Le deuxième pôle d'activité de l'expert comptable est le conseil que ça soit dans le domaine juridique et fiscal, en affaires financières et comptables ou alors en organisation et en gestion de manière générale.

### ***d.2 Organisation***

Les structures de l'ordre sont organisées en un conseil national et de deux conseils régionaux celui de Casablanca sud et de Rabat. Le conseil national est composé de onze membres titulaires élus, d'un conseiller juridique nommé par sa Majesté le Roi et de suppléants. L'administration y est représentée avec voix consultative.

En parallèle a ces structures l'OEC travaille en constituant des commissions techniques tel que prévu par la loi qui le régit en vue d'assurer un suivi des initiatives intéressant la profession que ça soit sur le plan du contrôle des activités professionnelles, les relations de l'institution internationales ou avec les différents partenaires ou alors les questions d'ordre fonctionnel à savoir la formation, la communication, la fiscalité ou autre.

### ***d.3 Missions***

Les attributions générales de l'Ordre des Experts Comptables sont les suivantes <sup>37</sup>:

- Assurer la sauvegarde des principes et traditions de moralité, de dignité et de probité qui font l'honneur de la profession d'expert comptable et veiller au respect par ses membres, des lois, règlements et usagers qui régissent l'exercice de la profession.
- Admettre dans la profession les experts comptables selon les formes et les conditions prévues par la loi précitée ;

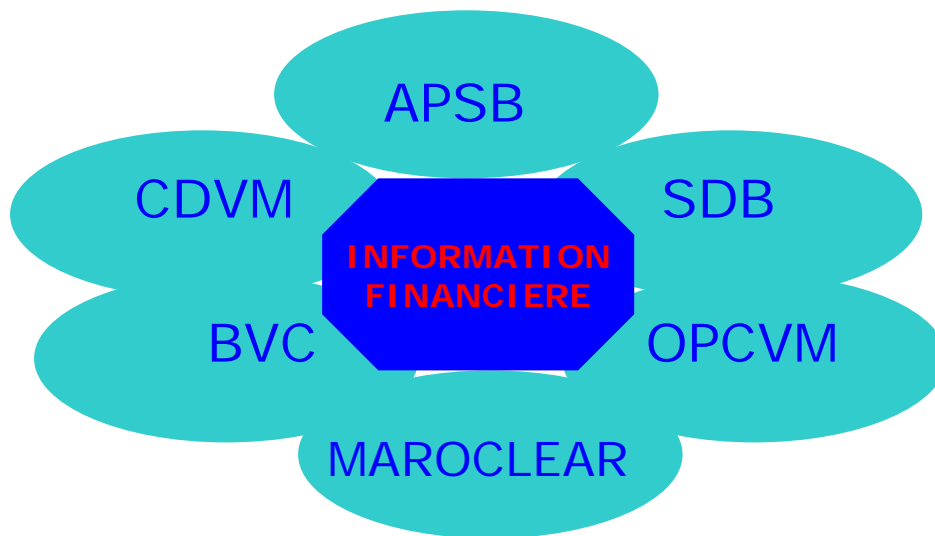
---

<sup>37</sup> Article 24 du chapitre III du **Dahir n° 1-92-139 du 14 rejev 1413 (8 janvier 1993) portant promulgation de la loi n° 15-89 réglementant la profession d'expert comptable et instituant un ordre des experts comptables.**

- Edicter tout règlement nécessaire à l'accomplissement de sa mission et établir le code des devoirs professionnels rendu applicable par le gouvernement.
- Assurer, en outre, la défense des intérêts matériels et moraux de la profession d'expert comptable, éventuellement devant les juridictions.
- Organiser et gérer les œuvres de coopération, de mutualité et d'assurance de ses membres ainsi que les œuvres de retraite.
- Représenter la profession d'expert comptable auprès de l'administration à qui il donne son avis sur toutes les questions dont elle le saisit, et auprès des organisations ou organismes internationaux poursuivant des buts analogues à ceux que lui assigne la loi.

## 2.2.2 Les organes intervenants dans le circuit de l'information financière au secteur boursier

Figure 7 : institutions financières intervenant dans le circuit de l'information financière



---

### a. APSB / Association Professionnelle des Sociétés de Bourse

**L'Association Professionnelle des Sociétés de Bourse (APSB)** qui regroupe l'ensemble des Sociétés de Bourse, a pour mission de veiller au respect par ses membres des dispositions légales, de les représenter et d'étudier les questions relatives à l'exercice de la profession.

### b. SDB / Sociétés de Bourse

**Les sociétés de Bourse sont** agréées par le Ministre des Finances, et ayant le monopole de la négociation et de l'intermédiation en Bourse.

Leurs principales missions sont :

- L'exécution des transactions sur titres.

- Le placement de titres émis
- La garde des titres et la gestion des portefeuilles de valeurs en vertu d'un mandat,
- Le conseil de la clientèle pour l'acquisition ou l'aliénation de valeurs mobilières.

Les sociétés de Bourse sont aujourd'hui au nombre de quinze. Elles constituent le vecteur directeur du professionnalisme et du dynamisme du marché boursier et le noyau dur de l'appréciation du niveau de la transparence.

### **c. BVC / Bourse des Valeurs de Casablanca**

La société gestionnaire de la Bourse de Casablanca est une société anonyme privée. Son statut est passé d'un établissement public à une société privée dans le cadre d'une concession approuvée par le Ministère des Finances

Le capital social minimum de la SBVC est fixé par le Ministre des Finances à 10 000 000 Dhs. Ce capital se monte à 13.546.000 distribué en parts égales entre les différentes sociétés de bourse de la place qui sont au nombre de 15.

La principale mission de la SBVC est la gestion et le développement de la Bourse de Casablanca. Ainsi, entre autre elle prend en charge :

- La prise de toutes dispositions utiles à la sécurité du marché et intervenir notamment en limitant les positions d'un opérateur sur un titre donné, si la situation du marché sur ce titre l'exige. Elle motive ses décisions et en informe le CDVM.
- L'annulation d'un cours coté et en conséquence l'ensemble des transactions effectuées sur ce cours ou encore annuler une transaction.
- L'enregistrement des transactions portant sur les valeurs mobilières le jour même de ces opérations

- L'organisation des séances de compensation - livraison et de règlement des titres.

#### **d. OPCVM / Organisme de placement collectif en valeurs mobilières**

Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) pour canaliser l'épargne vers le marché ;

Créés en 1995, les OPCVM marocains ont connu un essor important et continuent à jouer un rôle significatif dans le développement du marché. Quelques chiffres suffisent à illustrer le rapide développement des OPCVM au Maroc.

##### **Aperçu historique et missions**

- **1995** : lancement des premiers OPCVM pour un montant initial de 500 milliards de dirhams.
- **1996** : le total de l'actif géré par les 20 OPCVM commercialisés est de l'ordre de 2,7 milliards de dirhams.
- **1997** : le nombre des OPCVM est passé à 40, et l'actif géré a triplé (plus de 10 milliards de dirhams).
- **1998** : le nombre des OPCVM est de 64 et l'actif géré est de l'ordre de 25 milliards de dirhams.
- **1999** : Le nombre des OPCVM agréés est de 125 et l'actif géré est de l'ordre de 45,5 milliards de Dirhams.

Cette croissance des actifs gérés est essentiellement due à la performance continue du marché depuis 1995 et à l'intérêt croissant des épargnants et des investisseurs institutionnels ainsi que la baisse des taux d'intérêts.

##### **e. Maroclear : le dépositaire central**

La loi n° 35-96 du 9 janvier 1997 relative à la dématérialisation des titres a institué : **le dépositaire central, Maroclear.**

Le dépositaire central a pour missions d'assurer la conservation des valeurs mobilières admises à ces opérations, d'en faciliter la circulation et d'en simplifier l'administration pour le compte de ses affiliés.

Les principales missions de Maroclear sont les suivantes :

- Exécution de tous les virements entre les comptes courants sur instruction de ses affiliés, soit directement, soit dans le cadre d'un processus de règlements contre livraisons de titres, et concomitamment aux livraisons des titres. Ces règlements s'effectuent dans les comptes courants espèces ouverts au nom des affiliés de Bank Al Maghreb ;
- La mise en œuvre de toutes procédures en vue de faciliter à ses affiliés l'exercice des droits et l'encaissement des produits qu'ils génèrent
- L'Exercice des contrôles sur la tenue de la comptabilité titres des teneurs de compte et vérifie en particulier les équilibres comptables, dans le cadre de régime général de l'inscription en compte.

En fait, cet organisme assure toutes les activités connexes permettant de lui faciliter l'accomplissement de ses missions et notamment la codification des valeurs admises à ses opérations.

#### **f. SMAF /Société marocaine des analystes financiers**

La Société Marocaine des Analystes Financiers, a été officiellement créée en septembre 2003. Sa gestion est assurée par des professionnels confirmés des métiers de la finance, elle compte presque 30 membres actifs.

La mission principale de cet organisme organisé autour de 7 commissions bien définies sous la présidence effective de Monsieur Haddi Gharib et la présidence d'honneur de Dounya Taarji, la Directrice du CDVM, est l'accompagnement de la place financière de Casablanca en partenariat avec les différents intervenants dans les domaines financiers.

Les activités fondamentales de la SMAF portent sur l'organisation du Palmarès SMAF de la communication financière des sociétés cotées, la mise en place de la charte déontologique de la pratique du métier d'analyste financier au Maroc, en vue de contribuer à la vulgarisation de l'information financière notamment avec la publication du bulletin SMAF consacré à la finance de marché

### **Section 3 : Le métier bousier**

Les Bourses de valeurs ou marchés financiers sont des lieux où s'échangent différents produits financiers, parmi ceux-ci les plus connus sont les actions et les obligations, cependant il existe une multitude d'autres produits (options, warrants, bons de souscription...) dont le nombre n'est limité qu'à l'imagination des financiers.

La Bourse joue le double rôle d'être à la fois un lieu de financement pour les entreprises (émission d'actions ou d'obligations) mais également un lieu de placement (investisseurs)<sup>38</sup>.

C'est pour cette raison que le marché boursier est scindé en deux sous marchés qui sont respectivement le marché primaire et le marché secondaire. Le rôle du marché primaire est d'organiser la rencontre de sociétés cherchant à financer leur développement et des détenteurs de capitaux (on peut faire un parallèle entre le marché primaire et le marché du neuf). Le marché secondaire tient plutôt le rôle du marché de l'occasion où les différents intervenants peuvent s'échanger les titres, c'est ce marché qui est bien sur le plus actif puisqu'il s'échange des millions de Dirhams par jour à la bourse de Casablanca.

La bourse joue donc un rôle primordial dans l'économie contemporaine, les entreprises y trouvent une partie des capitaux nécessaires à leur expansion tandis que l'Etat y finance le déficit de ses comptes.

Les personnes autorisées à exercer en Bourse sont limitées à certaines catégories d'opérateurs, ce sont les sociétés de bourse qui sont seuls intermédiaires agréées pour opérer en bourse. En effet un particulier ne peut pas intervenir directement sur le marché, il doit obligatoirement transmettre ses ordres à un intermédiaire financier (société de bourse, établissement financier).

---

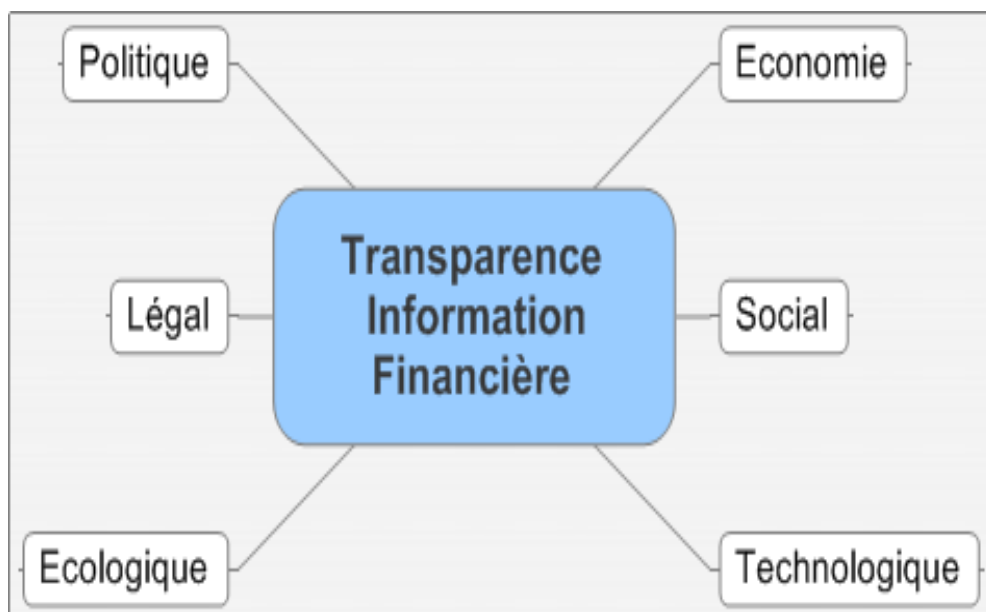
<sup>38</sup> Publication de l'APSB. Fiche didactique : Rôle de la bourse : [www.apsb.org.ma](http://www.apsb.org.ma)

Contrairement aux marchés de gré à gré sur lesquels les échanges s'effectuent par accord bilatéral entre un acheteur et un vendeur, la bourse est un marché réglementé qui organise :

- La liquidité, c'est à dire la facilité des échanges par la concentration du plus grand possible d'ordres d'achat et de vente.
- L'égalité entre tous les intervenants par la transparence et l'accès instantané au marché.
- La sécurité, par la garantie que les acheteurs seront livrés et les vendeurs payés à date déterminée.

### **APPROCHE PESTEL**

**Figure 8 : Schéma reprenant l'approche PESTEL**



### **3.1 Le Politique :**

#### **3.1.1 Rôle stratégique**

Les marchés financiers sont généralement pilotés par une politique conduite par le département des finances en vue de maintenir la consolidation des facteurs concourant à la réussite du secteur. La gouvernance intervient alors pour fixer le cadre valable à long terme en mesure de garantir le développement d'une politique à l'égard des marchés financiers.<sup>39</sup>

Ce cadre repose sur la mise en place des garde-fous aussi bien sur le plan local qu'international en vue d'assurer la sécurité et la stabilité. Cela se décline par la mise en place d'un cadrage étatique optimale concernant notamment la surveillance, la fiscalité et le droit pénal. Cet axe comprend notamment les réformes menées dans le cadre de la réglementation des marchés financiers, le renforcement de la stabilité du système, l'optimisation à long terme du climat fiscal, la garantie de l'intégrité de la place financière, la mise à disposition d'infrastructures en adéquation avec les besoins de l'économie ainsi qu'une formation de base et une formation continue de qualité.

L'action de l'Etat ne se limite pas ici uniquement elle s'étend pour la définition des objectifs supérieurs et des orientations stratégiques à adopter. Les objectifs doivent être considérés comme d'importance égale. Ils se complètent et se renforcent mutuellement en s'inscrivant dans une vision à long terme et peuvent entrer en contradiction avec des projets à court terme. Une politique à long terme axée sur l'intégrité éthique peut par exemple générer à court terme des coûts supplémentaires liés à la mise en place et à l'application de dispositifs de lutte contre les pratiques illicites.

A titre indicatif ces objectifs peuvent concernés l'accroissement du bon fonctionnement, l'efficacité et la stabilité du secteur, la préservation de l'intégrité éthique ou alors le développement de la compétitivité de la place par rapport à la concurrence.

---

<sup>39</sup> André CARTAPANIS / La nouvelle architecture financière internationale : Economie politique internationale et règles procédurales, AFRI, 2001.

### **3.1.2 Marché marocain :**

Conscient de l'importance de l'amélioration de l'information financière pour le développement du marché boursier et financier de manière générale, le Gouvernement marocain a entrepris depuis la fin des années 80, une réforme globale de l'ensemble du secteur avec la création de nouvelles instances et organismes de prescription et de régulation du marché boursier.

Parallèlement à l'action gouvernementale, une mission de la Banque Mondiale a donné naissance au rapport de diagnostic réalisé en 2002 dans le cadre des « Rapports sur le Respect des Normes et Codes » (RRNC en français et ROSC en anglais).

Ce rapport met l'accent sur les mécanismes institutionnels capables de promouvoir le respect des normes comptables et d'audit en vigueur et d'accompagner les initiatives entreprises par le Maroc dans cette dernière décennie pour améliorer la transparence, la qualité et la disponibilité de l'information financière.<sup>40</sup>

Il pose les fondements d'un programme de réformes et un plan d'action concret pour accroître la qualité de l'information financière dans le pays et partant, renforcer son architecture financière, ses marchés de capitaux et la stabilité de son secteur financier.

Cela a permis au Maroc de se positionner sur le plan international, notamment en ce qui concerne les sociétés cotées en bourse, les établissements de crédit et les entreprises d'assurance.

De ce fait l'amélioration de l'information financière contribue en conséquence à la mobilisation de l'épargne nationale en vue d'instaurer un climat de confiance favorisant la stabilité des équilibres macro économiques et politiques du Maroc.

---

40 RAPPORT SUR LE RESPECT DES NORMES ET CODES (RRNC)/ Banque mondiale, Rabat, 2002

### 3.2 L'Economique

Selon Alain Choinel et Gerard Rouyer<sup>41</sup>, les fonctions économiques du marché financier peuvent être regroupées en cinq thèmes :

- Un circuit de financement de l'économie nationale. Collecter les capitaux auprès des opérateurs économiques en vue de participer au financement des investissements des entreprises.
- Un moyen d'organiser la liquidité de l'épargne investit à long terme. Elle consiste à prémunir contre le risque d'immobilisation d'une épargne qui hésiterait à s'engager si elle n'était rassurée sur sa faculté de devenir liquide.
- Un instrument de mesure de la valeur des actifs.
- Un outil concourant à la mutation des structures industrielles et commerciales, en facilitant les regroupements des entreprises.
- Lieu de négociation du risque.

La croissance économique du Maroc a dépassé au titre de l'année 2006 les 8 %, ce qui témoigne d'un dynamisme accusé dans les différents secteurs<sup>42</sup> y compris le marché boursier.

Selon Monsieur Amine BENADESALAM, Président du directoire de la Bourse de Casablanca, la capitalisation boursière, qui correspond à la valeur du cours qui multiplie le nombre d'action constituant le capital d'une société, qu'a capitalisé un montant de 415 Milliards de Dirhams en 2006 représente 85% du PIB.<sup>43</sup>

---

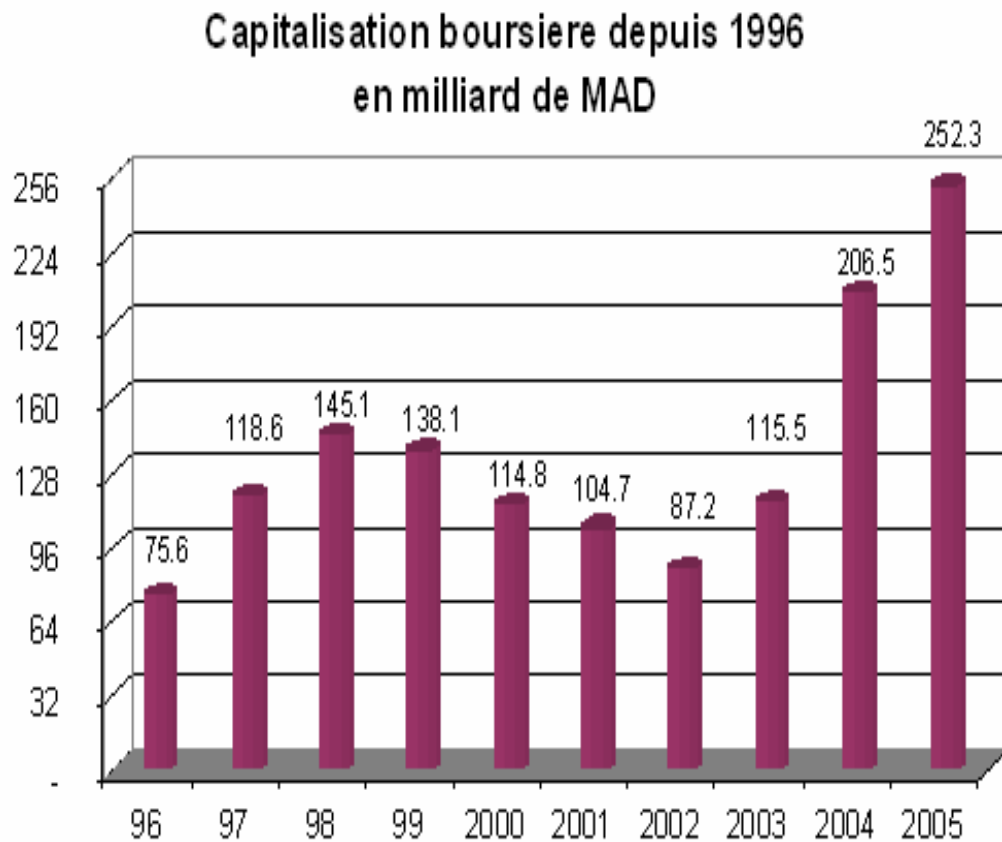
<sup>41</sup> Alain Choinel : sciences Po. Dauphine (doctorat d'Etat) directeur adjoint CIC paris / Gerard Rouyer : HEC, droit, Directeur Général Banque pour l'Industrie Française

<sup>42</sup> Flash conjoncture : bulletin mensuel de la conjoncture de la DEPF/ numéro 130 du janvier 2007

<sup>43</sup> Le guide de la bourse/ La vieeco, janvier 2007

### 3.2.1 – Evolution de la capitalisation boursière

Graphe 1 : Evolution de la capitalisation boursière<sup>44</sup>



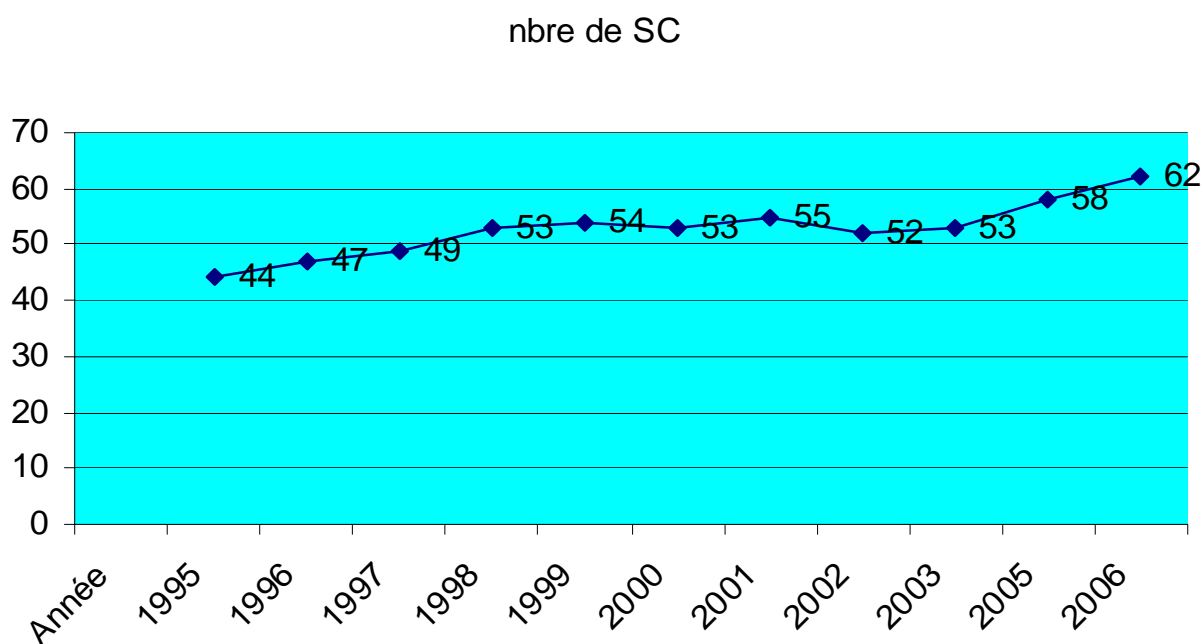
L'évolution du ratio (capitalisation boursière/ PIB) montre l'importance que commence à avoir le marché bousier dans l'économie marocain surtout en ces trois dernières années.

### 3.2.2 – Evolution du nombre des sociétés cotées

Par ailleurs les nouvelles introductions de sociétés dénotent le retour de la confiance des entrepreneurs et des investisseurs vis-à-vis de la bourse des valeurs de Casablanca.

<sup>44</sup> Source : bourse des valeurs de Casablanca

Graphe 2 : Evolution du nombre des sociétés cotées<sup>45</sup>



Dans ce contexte de progression, l'instauration et le renforcement de la transparence de l'information financière s'imposent pour le marché boursier en vue de constituer des fondements de base pour l'édification d'une architecture financière solide du pays. D'une part cela permet d'augmenter le potentiel d'attractivité du Maroc, dans le but d'attirer l'investissement étranger dans un environnement sectoriel caractérisé par une concurrence acharnée et rude. D'autre part, l'adaptation des entreprises marocaines à un contexte local favorisant l'information financière de qualité, contribue au développement de leur compétitivité à l'échelle régionale et internationale.

### 3.3 Le Social

#### 3.3.1 Entreprise socialement responsable

Actuellement la notion d'entreprise socialement responsable est en vogue. Cela se matérialise par la déclinaison de la stratégie adoptée de l'entreprise en actions prioritaires vis-à-vis de ses parties prenantes à savoir les collaborateurs, les clients, les fournisseurs, la société civile et l'environnement. Une entreprise citoyenne doit s'efforcer d'être un membre reconnu et respecté de la société, et de contribuer à

<sup>45</sup> Source : bourse des valeurs de Casablanca

son développement durable. Cela implique à l'entreprise d'assumer amplement sa responsabilité sociale avec le recours à une communication transparente au sujet de ses activités et ses comptes également.<sup>46</sup>

Le cadre général dans lequel agit une entreprise de ce genre doit refléter l'intégrité dans les activités de l'entreprise, l'harmonie avec l'environnement, le respect d'autrui et l'harmonie avec la société manière générale.

### **3.3.2 Crise financière et / ou sociale**

Dans un contexte économique et social marocain caractérisé par l'augmentation des fonds épargnés par les particuliers aux banques. La montée en puissance du marché boursier ces dernières années a suscité la curiosité du grand public. Recourir au placement des épargnes en bourse devient de plus en plus d'actualité.

Des actions de vulgarisation des concepts de base dans ce domaine ont été entreprises dans le but de rapprocher la BVC, dominée par les transactions des institutionnels, au grand public. Cela s'inscrit dans le cadre de faciliter au citoyen les opérations de placement d'argent de manière dynamique et profitable à l'économie.

Par ailleurs, l'expérience des derniers scandales financiers internationaux montre l'impact social néfaste que pourrait avoir les faillites de certaines sociétés qui pratiquent les manipulations comptables en vue de lisser les comptes rendus public. Il suffit juste de rappeler que rien que pour le cas ENRON qui a déposé le bilan en 2001, 4 500 salariés se sont trouvés sans emploi ni retraites suite à l'effondrement de la firme américaine.

Se prémunir des scandales serait alors le meilleur moyen pour éviter de tel drame. D'où l'intérêt du renforcement des organismes de contrôle qui permettent de mettre à la disposition du public des informations financières crédibles et susceptibles de dégager à l'avance les zones d'ombre et de risque de l'activité des entreprises.

---

<sup>46</sup> César de Brito et al/ L'investissement socialement responsable, Economica, 2005

### **3.4 Le Technologique :**

L'entrée en vigueur de la cotation électronique des valeurs mobilières a changé considérablement les comportements de l'activité boursière au Maroc. D'autre part le rôle joué par les NTIC pour rendre accessible l'information en temps opportun intervient pour le renforcement de la transparence dans les marchés financiers et boursiers en particulier.

Actuellement le réseau internet n'est plus considéré uniquement comme le canal de transmission des données mais il devient lui-même le marché. Dans le marché boursier la matière première qui correspondait initialement à des titres physiques s'est largement dématérialisée. Cela met au centre de l'activité boursière l'outil technologique.<sup>47</sup>

L'utilisation d'internet par les émetteurs revêt plusieurs formes. C'est un outil efficace et efficient en matière de communication financière. A travers des sites web construits sur le net il est plus rapide et simple d'atteindre son public cible que ce soit des investisseurs potentiels, des analystes ou des actionnaires.

Par ailleurs, les analystes financiers publient éditent généralement leurs études sur le net mais avec un contrôle d'accès moyennant parfois un abonnement payant.

Les autorités de régulation de l'information financière utilisent elles aussi dans la diffusion de l'information financière factuelle et non promotionnelle des émetteurs.

Enfin il y a lieu de mentionner que certains sites peuvent diffuser des informations, soit par manque de sérieux ou dans la volonté de nuire, peu crédibles, fausse ou fallacieuses dans le but de faire varier le cours d'un ou de plusieurs titres . Cela renvoie à la question de contrôle du contenu de ces sites ainsi qu'aux mesures de sécurité à prendre pour éviter les fraudes liées à la circulation de l'information.

---

<sup>47</sup> Chapitre IV internet et les marchés financiers. Alain Choinel et Gerard Rouyer. Le marché financier : structures et acteurs, Banque éditeur, 1999.

### 3.5 Le Législatif :

Le développement et la mise à niveau du marché bousier ne peut être atteint sans l'adaptation de la réglementation qui le régit aux contraintes du secteur. Les textes qui réglementent le marché bousier marocain et les acteurs intervenants sont inspirés principalement de la législation française. Il s'agit de :

- Loi 17-95 sur les SA
- Loi sur la SBVC
- Loi sur le CDVM,
- Loi sur les OPCVM
- Circulaires du CDVM, arrêtés du MFP etc.

Le Conseil National de la Comptabilité (CNC) a été institué en 1989 en tant qu'organe officiel de concertation interprofessionnel chargé d'édicter la normalisation et la doctrine comptable et regroupant les représentants des Administrations, de la profession comptable, du monde des affaires et du secteur de l'enseignement de la comptabilité. Depuis sa création, le CNC a enregistré à son actif l'adoption d'un grand nombre de normes sectorielles (OPCVM, coopératives, établissements de crédit, entreprises d'assurance, titrisation des créances hypothécaires...).

Le Maroc s'inspire largement des expériences étrangères les plus reconnues et les plus probantes lors de l'élaboration de ces textes et normes. Dans le but de respect des standards internationaux, les normes marocaines ont scrupuleusement respecté les directives européennes, notamment les 4èmes, 7ème et 8ème.

En outre, après la décision de l'Union Européenne de faire appliquer les normes IAS pour l'élaboration des comptes consolidés des sociétés cotées en bourse à partir de l'année 2005, le Conseil National de la Comptabilité a préparé un projet de loi sur les comptes consolidés qui va dans le sens de la décision européenne dans la mesure où il permet, pour la première fois, l'ouverture sur les normes internationales.

Avec l'accélération du phénomène de la mondialisation et la reconnaissance croissante des normes internationales élaborées par l'IASB (International Accounting Standards Board), le Maroc se devait d'adopter une approche dynamique et pro-active en matière de normalisation comptable.

En fait, le débat vient d'être enclenché suite à l'explosion des scandales financiers internationaux sur la standardisation de ces normes avec les normes internationales IAS / IFRS.

Par ailleurs, le contrôle de la conformité légale de l'information financière par le CDVM constitue la première étape à franchir dans le cadre de l'amélioration de la transparence dans le secteur boursier. La loi n° 1 - 93 - 212<sup>48</sup> donne au CDVM les prérogatives pour la régulation du marché des valeurs mobilières. Sur le plan légal cet organisme fonctionne à travers l'émission des circulaires d'application des dispositifs de la dite loi. Ceci dit le cadre légal est nécessaire pour l'organisation du secteur mais les difficultés rencontrées lors de son application poussent à réfléchir sur les modalités de mise en œuvre.

---

<sup>48</sup> Dahir portant loi n° 1 – 93 – 212 du 21 septembre 1993

## **CHAPITRE II : Repérage international : benchmarking**

### **Section 1 : Expérience américaine : Scandale financier international d'Enron<sup>49</sup> / origine et traitement**

Durant cette dernière décennie, le monde des affaires a connu des scandales financiers qui ont secoués différentes places mondiales. Le cas de la société Enron est incontestablement le plus marquant de ces scandales qui attire l'attention sur la question de transparence de l'information financière.

#### **1.1 Présentation :**

En 1985 la société Enron a vu le jour. En 2000 elle était classée septième firme des Etats-Unis par le chiffre d'affaires (101 milliards de dollars) et occupait la quinzième place sur le plan mondial. Elle était à la tête d'une nébuleuse de 3000 filiales, dont 693 étaient localisées dans le paradis fiscal des îles Caïmans.

Elle a enregistré une croissance extrêmement rapide. En 1998, elle réalisait 10 milliards de chiffre d'affaires dans des activités diverses du monde de l'énergie. En l'espace de deux ans, ce chiffre a été multiplié par dix.

Pour y parvenir, Enron se lance dans des activités de courtage par Internet. Courtage aux industriels en proposant des produits tels que fuel, charbon, électricité, gaz, métaux, pâtes à papier, réseau téléphonique à haut débit, etc.... En plus du courtage (elle trouve le fournisseur), elle assure aussi la couverture du risque (garantie du prix, quel que soit l'évolution des cours). Cette dernière activité est rendue possible grâce à des produits dérivés, mais la lance dans

---

<sup>49</sup> Source : Association Lyonnaise d'éthique économique et sociale. Regards croisés sur l'éthique économique. ALLEES : Lyon,2001

l'activité risquée de la spéculation sur les marchés à terme. La firme passe donc de l'industrie au commerce puis à des activités purement financières. Elle change de métier.

### **1.2 Contexte :**

Pour faciliter, voire permettre cette boulimie d'achat, Enron s'assure la protection de l'administration et des milieux politiques en créant des liens avec eux. Elle finance les partis, républicains comme conservateurs. Bénéficiaires de ce soutien, ceux-ci ne cachent pas leur fierté que cette entreprise devient leader mondial dans son secteur et contribue à la prospérité des USA ainsi qu'à leur suprématie mondiale et à celle du système capitaliste. Les dirigeants créent aussi des liens forts avec la Maison Blanche, liens auxquels ils attachent une grande importance et qui ont joué un grand rôle.

En effet, ces liens avec l'administration et les politiques vont permettre d'empêcher le vote de certaines lois (par exemple une loi limitant le placement de plus de 10 % des salariés en actions de l'entreprise), de faciliter des opérations risquées grâce à l'influence et au pouvoir politique, d'influencer la presse et les médias pour qu'ils ne jouent pas ou peu leur rôle de surveillance des entreprises, finalement de freiner les opérations de contrôle sur les activités risquées d'Enron.

A cela s'ajoute le fait que le cabinet chargé de la vérification des comptes d'Enron, Arthur Andersen, travaillait aussi pour la firme. Comme de plus, il s'agissait d'un type particulier de produits, un instrument financier complexe nouveau dont le contrôle était difficile, ce contrôle a été mal assuré. Les risques pris ne sont pas apparus au bilan, ce qui a maintenu l'illusion un certain temps. L'alerte n'a pas été donnée à temps.

L'entreprise et notamment ses cadres dirigeants possédaient un Code d'éthique qui, en principe, aurait dû la préserver. Ce Code ressemble très largement aux modèles du genre, interdisant expressément un certain nombre de comportements comme notamment l'utilisation d'informations privilégiées pour servir des intérêts privés, comme le fait qu'un prestataire soit à la fois chargé du

contrôle et exerce des fonctions de conseil (mais le prestataire - l'entreprise d'audit - se trouve toujours dans une situation de dépendance économique face à son client). En fait, le contrôle interne était bien doté de pouvoirs étendus, mais les dirigeants disposaient de moyens de passer outre aux recommandations des contrôleurs.

Or, l'adoption d'un code de conduite (de déontologie, d'éthique) est considérée par l'orthodoxie managériale ainsi que par le système judiciaire américain comme la défense adéquate contre les comportements moralement indésirables en entreprise.

Ici, on est obligé de constater que ces systèmes classiques de contrôle du management n'ont pas fonctionné. Le contrôle de gestion et comptable a été totalement défaillant, les mécanismes internes et externes qui devaient, au titre de la corporate governance, protéger l'entreprise et ses actionnaires contre des comportements opportunistes du management, ont été inefficaces. Les dirigeants qui sont censés veiller au respect du code, mais ont pu négliger les règles en toute impunité. Ils auraient dû être exemplaires (c'est une qualification qui leur est attribuée), mais ne l'ont pas été. La structure pyramidale faisant que les dirigeants seuls disposent à la fois du pouvoir et des informations, cette structure leur a permis de risquer la survie de l'entreprise par des stratégies hasardeuses ainsi que de détourner les ressources de l'entreprise à leur profit.

Derrière ces comportements, on peut évoquer « l'esprit du capitalisme », une idéologie de la main invisible étendue à l'ensemble de la sphère économique et en particulier aux marchés financiers. La croyance dans le fait que le marché est autorégulateur et donc qu'il n'est pas nécessaire de le surveiller est également une croyance forte. Il y a eu aussi la conviction que la « nouvelle économie » ne connaîtrait plus de cycles, que la croissance forte des années précédentes pouvait être extrapolée sur le long terme et qu'enfin, les fonds de pension exigeant des rendements à 15 %, ce rendement à deux chiffres pouvait être atteint pour l'économie dans son ensemble.

### **1.3 Crise d'information financière**

Il s'agissait d'une crise de l'information financière, non seulement d'un échec d'une entreprise particulière, due entre autres à un changement de métier trop rapide, ou encore d'une liaison malheureuse avec les pouvoirs et l'administration. Le manque de poids de la corporate governance a fait planer les difficultés et la complexité des pratiques de la gouvernance des entreprises. Le type de culture développé dans l'entreprise, consistant à vouloir aller toujours au-delà de ses limites, a pu se développer car elle avait une affinité avec l'une des logiques du système capitaliste. Croître de manière extrêmement rapide, devenir le plus gros et le plus fort sur le marché, c'est un des modèles de réussite du système. Les comportements des dirigeants correspondaient à cette logique. Si le responsable financier a pu être suivi par les dirigeants, les politiques et l'administration, c'est parce que sa démarche s'appuyait sur la logique d'un système et qu'en plus les institutions étaient défaillantes.

La crise s'est produite lorsque Enron, ayant pris de nombreux risques de spéculation, sans les partager avec d'autres spéculateurs, s'est trouvée en déficit. Le 29 novembre 2001, le siège social de Houston a coupé les vivres au siège de Londres et le 23 décembre, la société a été déclarée en faillite. Auparavant certains dirigeants bien informés ont pu revendre pour 1,1 milliards de dollars, accélérant la chute et entraînant la perte de leur fonds de pension de 4.500 salariés qui ont perdu à la fois leur emploi et leur retraite.

### **1.4 Analyse du scandale financier d'ENRON**

En parallèle des facteurs macroéconomiques inhérents à la spécificité du système capitaliste américain, qui justifient la faillite d'ENRON d'autres aspects de la crise trouvent leur origine dans la manière de la « financiarisation » de l'entreprise

Pour satisfaire ses investisseurs, ENRON a « maquillé » ses comptes pour faire croire que ses bénéfices excellents ne se faisaient pas au détriment de sa substance. Les dirigeants ont ainsi sciemment

trompé leurs actionnaires et leurs salariés (ces derniers, qui avaient acheté des actions de leur entreprise, ont ainsi perdu à la fois leur travail et leurs économies). Cette « tromperie » n'a été possible qu'avec « l'aide » de la société internationale d'audit Arthur Andersen qui a trafiqué les comptes qu'elle était chargée d'auditer et de certifier ; en effet Arthur Andersen avait aussi une activité de conseil chez ENRON (en 2000, elle gagnait 27 millions de dollars en conseil et 25 en audit « externe ») ; elle mélangeait ainsi l'audit interne et l'audit externe. Elle a suivi ENRON dans la faillite.

Le doute s'est alors installé vis-à-vis de toutes les sociétés d'audit et, surtout, de toutes les grandes entreprises cotées en Bourse : les comptes qu'elles présentent sont-ils « sincères » ou sont-ils tous faussés ?

Pendant une décennie, les gros investisseurs (en particuliers le fonds de pension américains) ont exigé des rendements de l'ordre de 15% chaque année, et ils vérifiaient, chaque trimestre, si les résultats financiers des entreprises dans lesquelles ils avaient investi étaient conformes à cette exigence.

Les dirigeants de ces entreprises étaient en quelque sorte contraints à présenter des comptes satisfaisant ces exigences puisqu'ils risquaient que les fonds de pension revendent leurs actions, faisant ainsi chuter violemment leur cours. D'où la tentation de maquiller les comptes plutôt que de risquer la faillite de l'entreprise à cause d'un simple mouvement de Bourse.

Cette exigence trimestrielle était facilitée par les normes comptables anglo saxonnes. D'où le débat actuel sur des normes internationales (IFRS). Il faut noter que cette exigence de rendements à 15% (dont tous les chefs d'entreprises savent qu'elle n'est pas tenable sur le moyen ou long terme) semble enfin abandonnée ; elle a tout de même fait beaucoup de mal.

### **1.5 Déontologie et éthique :**

L'entreprise Enron avait un code d'éthique particulièrement consistant. Or elle a malmené plusieurs déontologies de professions ou d'entreprises.

1) L'entreprise change de métier au cours de sa quinzaine d'années d'existence. Partie de la distribution pétrolière, elle se lance dans le négoce de produits services relatifs à diverses formes d'énergie et de télécommunications avant de plonger au cours des années fatales de la nouvelle économie (1998-2000) dans la spéculation sur le marché à terme des « commodities ». Après une croissance de 1 à 10 pendant ces deux années, ENRON s'écroule en 2001. La déontologie affichée de l'entreprise dans un code d'éthique est rendue inadaptée par le changement de métier exercé.

Par exemple, le code ne disait rien des marchés à terme financiers, que la firme ne pratiquait pas à l'origine, mais qui firent sa perte à la fin. De nouvelles règles de gestion et d'organisation auraient du entraîner une reformulation de sa charte d'éthique. ENRON a fait preuve d'innovation économique en transformant les marchés de l'énergie en « commodities » donnant ainsi à ce marché plus de fluidité, mais la firme n'a pas su adapter sa déontologie à cette nouvelle profession.

2) Dans le rapport entre ENRON et Arthur Andersen, la déontologie des professions de l'audit n'a pas été respectée. En principe ce doit être la muraille de Chine entre l'audit interne et l'audit externe. Les responsables de l'audit externe ne doivent avoir aucun intérêt personnel ou collectif dans la firme auditée. Or, dans la réalité, la mobilité était incessante entre Arthur Andersen et ENRON. Des experts comptables de la célèbre agence étaient embauchés par ENRON et vice-versa. La déontologie professionnelle du comptable responsable de la certification des comptes devant aboutir à la confirmation de leur exactitude et de leur sincérité était ouvertement bafouée. En l'an 2000, le chiffre d'affaires des activités de conseil était aussi élevé que celui de l'expertise comptable (environ 25 milliards de dollars). Pour

sauver son volumineux marché du conseil, le cabinet en est venu à trafiquer les comptes de son client pour les rendre présentables pour le conseil d'administration et l'AG des actionnaires et tenter de sauver la firme. Le piège de la confusion des genres s'est refermé non seulement sur ENRON, mais aussi sur Arthur Andersen.

3) La lucidité des analystes financiers qui conseillent les différents partenaires des marchés financiers (Bourse, banques, conseillers en gestion de patrimoine) a été anesthésiée par un climat d'euphorie leur faisant perdre le sens des réalités. Ils ont cru ou/et fait croire à une nouvelle économie dont la connaissance ne reposait plus sur des indicateurs économiques, mais sur des « espérances ».

4) La déontologie de la presse a été elle-même atteinte. Des articles sévères publiés après coup sur des analystes financiers plus confiants dans des rumeurs du milieu boursier que dans des analyses économiques que leur insuffisante compétence en macro-économie ne leur permettait d'ailleurs pas de mener, ne peuvent faire oublier qu'un certain nombre de journalistes ont été corrompus par ENRON pour publier des articles soi-disant de nature informative, mais en fait mensongers, car destinés à rassurer les actionnaires de la firme corruptrice.

5) Les défaillances institutionnelles et le cas Enron

Au niveau des institutions, il convient de distinguer celles qui correspondent à des règles et normes explicites de celles qui restent implicites et ne tirent leur force que d'un large consensus social. La première catégorie comprend le cadre légal et les institutions de support. La seconde, moins facile à circonscrire, comporte les règles et normes que les acteurs sociaux, dans leur majorité, suivent effectivement.

Le problème du contrôle des dirigeants. En effet, comment éviter que les dirigeants d'une entreprise ne cherchent que leur propre intérêt au détriment des vraies propriétaires, des actionnaires donc. Ce problème se pose aux US d'autant plus que l'actionnariat est souvent très dispersé laissant ainsi les mains des dirigeants très libres.

La qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi que l'indépendance des experts (notamment des analystes financiers) sont particulièrement importantes.

Certaines banques parmi les plus connues sur Wall Street sont accusées d'avoir activement participé aux manipulations du bilan de ENRON rendant possible que des prêts accordés à l'entreprise apparaissent comme des revenus dans les bilans. Sous l'angle de l'analyse institutionnelle, on peut évoquer d'abord le fait que ces banques sont presque exclusivement des banques d'affaires et que leur réussite dépend dans une large mesure de leur introduction dans les grandes entreprises. Qu'il s'agisse d'avantages accordés aux dirigeants lors de l'émission de nouvelles actions, ou bien de recommandations élogieuses de la part des analystes financiers et poussant les cours de l'action de l'entreprise ainsi que la valeur des stock options à la hausse, les banques attendent bien évidemment que ces « investissements » portent des fruits.

### **1.6 Enseignement et conclusion :**

La réaction du gouvernement américain n'a pas tardé. En juillet 2002 fut promulguée la loi américaine **SARBANES-OXLEY**, qui s'est traduite par l'institution d'un organisme privé de droit américain, à but non lucratif, dénommé **PCAOB** Public Company Accounting Oversight". Autorité de contrôle externe à la profession. Cet organisme se voit confier, en plus du contrôle de l'activité des auditeurs des sociétés cotées, un rôle déterminant en matière de respect des règles de déontologie, d'indépendance et de discipline. Ses prérogatives s'étendent à:

- L'émission de normes ou d'avis sur les normes d'exercice professionnel élaborées par les organisations professionnelles avant leur homologation.
- L'émission de sanctions à l'encontre des cabinets d'audit en cas de violation des lois et règlements (révocation, suspension, interdiction d'audit de sociétés cotées, sanctions civiles...).

- La conduite d'enquêtes, d'inspections ou d'investigations incluant l'examen des dossiers de travail des auditeurs et le recours à des témoignages de tiers.

## **Section 2 : Le modèle tunisien**

### **2.1 Historique**

La création de la Bourse de Tunis remonte à 1969. Depuis plusieurs vagues de réformes ont vu le jour selon les dates ci-dessous :

- 1988 Ouverture du marché obligataire (initialement réservé aux
- banques et aux entreprises)
- 1992 Loi favorisant la création de SICAF et SICAV
- 1994 une grande réforme portant sur la réorganisation du marché financier (voir paragraphe ci-dessous)
- 2000 Loi relative à la dématérialisation des titres
- 2001 Loi portant promulgation du Code des Organismes de Placement Collectif
- 2005 Loi sur la sécurité financière<sup>50</sup>

### **2.2 Organisation**

A l'instar du marché boursier marocain le modèle tunisien a connu avec la loi N° 94-117 du 14 Novembre 1994 portant sur la réorganisation du marché financier une transformation radicale.

Cette loi a institutionnalisé de nouvelles structures. Ainsi quatre organismes spécialisés et indépendants sont mise en place à savoir :

- La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis BVMT, entreprise de marché responsable de la gestion, de la sécurité et de la promotion du marché tunisien des valeurs mobilières. Ses actionnaires sont les sociétés d'intermédiation en bourse. Elle s'occupe de l'organisation du marché et la gestion des Séances de Bourse.

---

<sup>50</sup> Le marché financier tunisien : Caractéristiques, Comparaison Internationale & Perspectives d'avenir Par: Fadhel ABDELKEFI, Tunis février 2007

- Le Conseil du Marché Financier -CMF- , organisme public chargé du contrôle , de la régulation du marché financier et de la protection de l'épargne investi dans les valeurs mobilières. C'est une autorité publique, indépendante, qui dispose de la personnalité civile et de l'autonomie financière. Son siège est à Tunis.
- La Société Interprofessionnelle de Compensation et de Dépôt des Valeurs Mobilières - STICODEVAM -, Dépositaire Central, chargé du dépôt des valeurs mobilières et de la compensation des opérations boursières.
- Le Fonds de Garantie de Marché FGM est administré par la Bourse, garantit la bonne fin des transactions. Il a fonctionné parallèlement avec le nouveau système de cotation électronique, à partir du 25 octobre 1996. <sup>51</sup>
- Les sociétés d'intermédiation en Bourse qui détiennent le monopole de la négociation en bourse et la garde des titres. De même elles ont la tâche du placement des titres émis par les personnes morales, la gestion de portefeuille et Conseil à la clientèle. A la date du mois de février 2007 le nombre des ces sociétés était de vingt quatre 24 intermédiaires.<sup>52</sup>

Le 15 novembre 1995, le secteur boursier tunisien a connu en parallèle des ces institutions le lancement de l'association des professionnels intermédiaires de la bourse. Il s'agit de :

- L'Association des Intermédiaires en Bourse (AIB) L'AIB est une association chargée de la défense des intérêts des intermédiaires en bourse. Elle donne son avis sur les questions intéressant la profession. Elle fait toute

---

<sup>51</sup>Site web : [http://www.bvmt.com.tn/Bourse\\_Tunis/bourse\\_tunis.html](http://www.bvmt.com.tn/Bourse_Tunis/bourse_tunis.html) consulté le 4/03/2007

<sup>52</sup> Source : M. Fadhel ABDELKEFI Directeur Général de Tunisie Valeurs

proposition concernant le développement du marché financier et administre le fonds de garantie de marché.

### **2.3 Fonctionnement et composition du CMF**

Le CMF assure l'organisation des marchés et veille à leur bon fonctionnement afin de prévenir les manipulations susceptibles d'en entraver le bon fonctionnement. Il est également chargé du contrôle de l'information financière et de la sanction des manquements ou infractions à la réglementation en vigueur<sup>53</sup>.

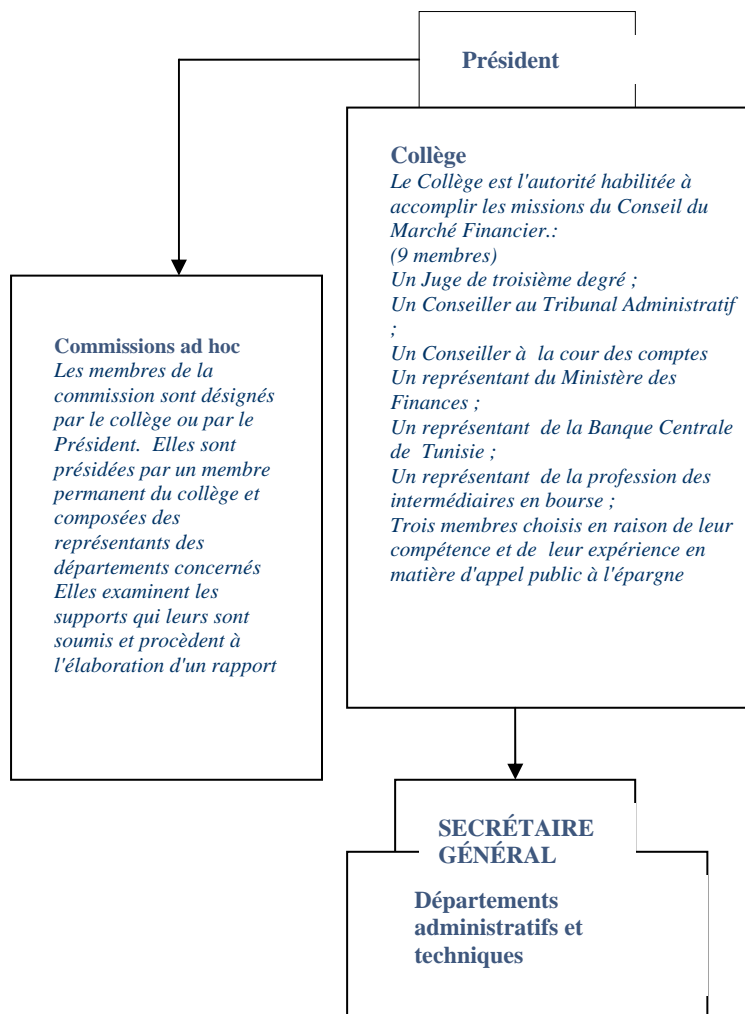
Les mécanismes mis en place pour décliner les missions en entités fonctionnelles sont représentés dans le schéma ci-dessous :

Figure 9 : Organigramme du CMF<sup>54</sup>

---

<sup>53</sup> Site web : <http://www.cmf.org.tn/lcmf.htm> consulté le 04/03/07

<sup>54</sup> Source : site web du CMF



### 2.3.1 LE PRESIDENT DU CMF

Le Président du CMF, assisté par le Secrétaire Général, assure l'organisation et la gestion des Départements Administratif et Technique.

### 2.3.2 Le Collège du CMF est composé d'un Président et des neufs membres suivants :

- Un Juge de troisième degré ;
- Un Conseiller au Tribunal Administratif ;
- Un Conseiller à la cour des comptes ;
- Un représentant du Ministère des Finances ;
- Un représentant de la Banque Centrale de Tunisie ;
- Un représentant de la profession des intermédiaires en bourse ;

- Trois membres choisis en raison de leur compétence et de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne.

Le Collège est l'autorité habilitée à accomplir les missions du Conseil du Marché Financier.

### **2.3.3 LES MEMBRES PERMANENTS :**

Les Membres Permanents du Collège assurent une supervision non hiérarchique des Départements Administratifs et Techniques. Ils président les Commissions ad-hoc.

### **2.3.4 LES COMMISSIONS AD-HOC :**

Les commissions ad-hoc sont créées à l'initiative du collège ou du président chaque fois que le besoin existe pour la durée nécessaire à l'accomplissement de leurs tâches. Les membres de la commission sont désignés par le collège ou par le Président.

Elles sont présidées par un membre permanent du collège et composées des représentants des départements concernés le cas échéant ou de collaborateurs extérieurs. Elles examinent les supports qui leurs sont soumis et procèdent à l'élaboration d'un rapport.

### **2.3.5. Les DEPARTEMENTS ADMINISTRATIFS ET TECHNIQUES du CMF**

Les départements administratifs et techniques sont identifiés et créés en fonction des missions qui leur sont dévolues de par la réglementation en vigueur.

#### **a - Les départements techniques sont les suivants :**

- DIF Le Département de l'Information Financière
- DOF Le Département des Opérations Financières
- DGE Le Département de la Gestion et de l'Epargne
- DRIM Le Département des Relations avec les Intervenants du Marché
- DSM Le Département de la Surveillance du Marché
- DEPI Le Département des Enquêtes, Plaintes et Instructions
- DAC Le Département des Affaires Comptables

- DSC Le Département des Statistiques et Conjoncture
- DMI Le Département des Moyens Informatiques
- DOM Le Département de l'Organisation, Méthodes

**b - Les Départements administratifs sont les suivants :**

- DPAD Le Département des Publications, Archives et Documentation
- DAF Le Département des Affaires Financières
- DRH Le Département des Ressources Humaines

**2.3.6 LES CELLULES**

Elles dépendent directement du Président. Les cellules sont les suivantes :

**a - La Cellule des Etudes et Développement -CED- :**

Elle est chargée notamment d'accomplir toute étude générale et ponctuelle sur le développement du marché financier et de mener les recherches de nature juridique, financière, stratégique et communication.

**b - La Cellule des Relations Extérieures et Communications - CRE- :**

Elle est chargée d'assurer les relations extérieures avec les organismes nationaux et internationaux et le suivi et la coordination du site Web du CMF.

**c - La Cellule Audit :**

Elle est chargée de l'audit opérationnel et la mise en œuvre des programmes d'audit au CMF.

**2.4 Comparaison**

Tableau 4 : comparaison des données boursières marocaines et tunisiennes<sup>55</sup>

---

<sup>55</sup> Source Présentation de **M. Fadhel ABDELKEFI** Directeur Général de Tunisie Valeurs **Le marché financier tunisien Caractéristiques, Comparaison Internationale & Perspectives d'avenir** *Institut Arabe des Chefs d'Entreprises, Tunis- 16 f 16 février 2007*

	<b>Capitalisation /PIB</b>	<b>Nombre de sociétés</b>	<b>Volume Quotidien (Millions de Dollars)</b>	<b>Capitalisation Boursière (Millions de Dollars)</b>
<b>Tunisie</b>	<b>15%</b>	<b>49</b>	<b>2.2</b>	<b>4 456</b>
<b>Maroc</b>	<b>53%</b>	<b>64</b>	<b>51.5</b>	<b>46 800</b>

Il en ressort que le secteur boursier tunisien jouit d'une infrastructure juridique, technique et légale conforme aux standards internationaux. Il est à signaler que la dernière loi sur la sécurité financière est inspirée largement de la Loi sur la sécurité française. Cependant à l'examen des chiffres ci-dessus relatifs à la participation du secteur boursier dans l'économie tunisienne nous concluons qu'il s'agit bien d'une dis proportionnalité entre le rôle de ce secteur et la manière dont il est présenté. Cela est dû essentiellement au manque de culture boursière et à la spécificité du tissu industriel dominé par des entreprises familiales et des groupes privés sous-capitalisés et peu transparents.

Par ailleurs, nous avons constaté à travers les investigations réalisées que le secteur boursier souffre lui aussi de la non organisation du métier de l'analyste financier. En fait, aucune instance ni association n'est mise en place pour défendre cette cause. Au même titre nous remarquons l'absence des associations de protection des épargnants.

## Section 3 : Le modèle français

### 3.1 Historique

- Depuis le 2 octobre 1809 la bourse de paris, qui était provisoirement installée au Palais-Royal a vu le jour. Le 4 novembre 1826 la Bourse de Paris, entre enfin dans le palais Brongniart ce lieu qui lui était réservé et qui deviendra le poumon de l'activité financière du XIXe siècle<sup>56</sup>.
- Jusqu'à la fin des années 1980, la Bourse de Paris est gérée par la corporation des agents de change, qui bénéficiaient d'un monopole sur la cotation. Dès le début des années 1980, et suite à la recrudescence de la concurrence entre places boursières internationales, se pose la question de la modernisation de la Bourse de Paris, qui, jusqu'à cette époque, fonctionnait principalement à la criée.
- Le système **CAC** (Cotation Assistée en Continu), introduit progressivement entre **1986** et **1989**, a rendu possible la cotation en continu et la survie d'un marché qui était notamment menacé par la Bourse de Londres. Cette informatisation fut suivie d'autres réformes intentionnelles, comme la modification du statut des agents de change et l'apparition de nouvelles sociétés de bourse.<sup>57</sup>
- Dès la fin des années **1990**, et après la mise en place du **NSC** (Nouveau Système de Cotation), la Bourse de Paris

---

<sup>56</sup> G. Gallais-Hamonno et P.-C. Hautcoeur, 2006, "Histoire du marché financier français au XIXe siècle", Paris : Publications de la Sorbonne.

<sup>57</sup> Lehmann, P.-J. 1997 *Histoire de la Bourse de Paris*, Paris: PUF

lance une initiative de fusion entre diverses bourses européennes, qui culminera avec la création d'**Euronext** en **2000**.<sup>58</sup>

### **3.2 Cadre légale : LSF (Loi de Sécurité Financière)**

Dans le cadre de la réflexion menée sur la notion de "corporate gouvernance", et en réaction à certaines crises et scandales financiers largement médiatisées, une nouvelle législation a été adoptée en vue de garantir la transparence et la fiabilité de l'information comptable et financière des sociétés. Après les Etats Unis et la loi "Sarbanes Oxley Act" du 30 juillet 2002, la France a adopté la loi n°2003-706 du 1er août 2003, dite "Loi de Sécurité Financière", qui assujettit, dès l'exercice 2003, toutes les sociétés anonymes, cotées ou non, à de nouvelles mesures d'information au profit des actionnaires et du public.

Les principales dispositions de cette loi comprennent :

- Le renforcement des autorités de régulation avec la création de l'AMF l'Autorité des Marchés Financiers issue de la fusion de la COB, Commission des opérations de bourse, du CMF Conseil des marchés financiers et de la CDGF Conseil de discipline de la gestion financière;
- Le renforcement de la déontologie et de l'indépendance des Commissaires aux comptes avec la création du Haut Conseil du Commissariat aux Comptes ;
- L'amélioration de la transparence du fonctionnement des entreprises avec notamment la mise en place du rapport du Président sur le contrôle interne ;
- La création d'un statut pour les analystes financiers.

---

<sup>58</sup>Site web [www.wikipedia.org/wiki/Bourse\\_de\\_Paris#Histoire\\_de\\_la\\_Bourse\\_de\\_Paris](http://www.wikipedia.org/wiki/Bourse_de_Paris#Histoire_de_la_Bourse_de_Paris) consulté le 12/04/2007

D'autre part en 2005 la loi n° 2005-842 pour la confiance et la modernisation de l'économie a été instituée pour la modernisation des règles de fonctionnement des entreprises permettant ainsi des facilités d'accès aux financements bancaires et aux marchés financiers et renforçant la confiance des investisseurs et des épargnants au marché financiers.

### **3.3 Organisation**

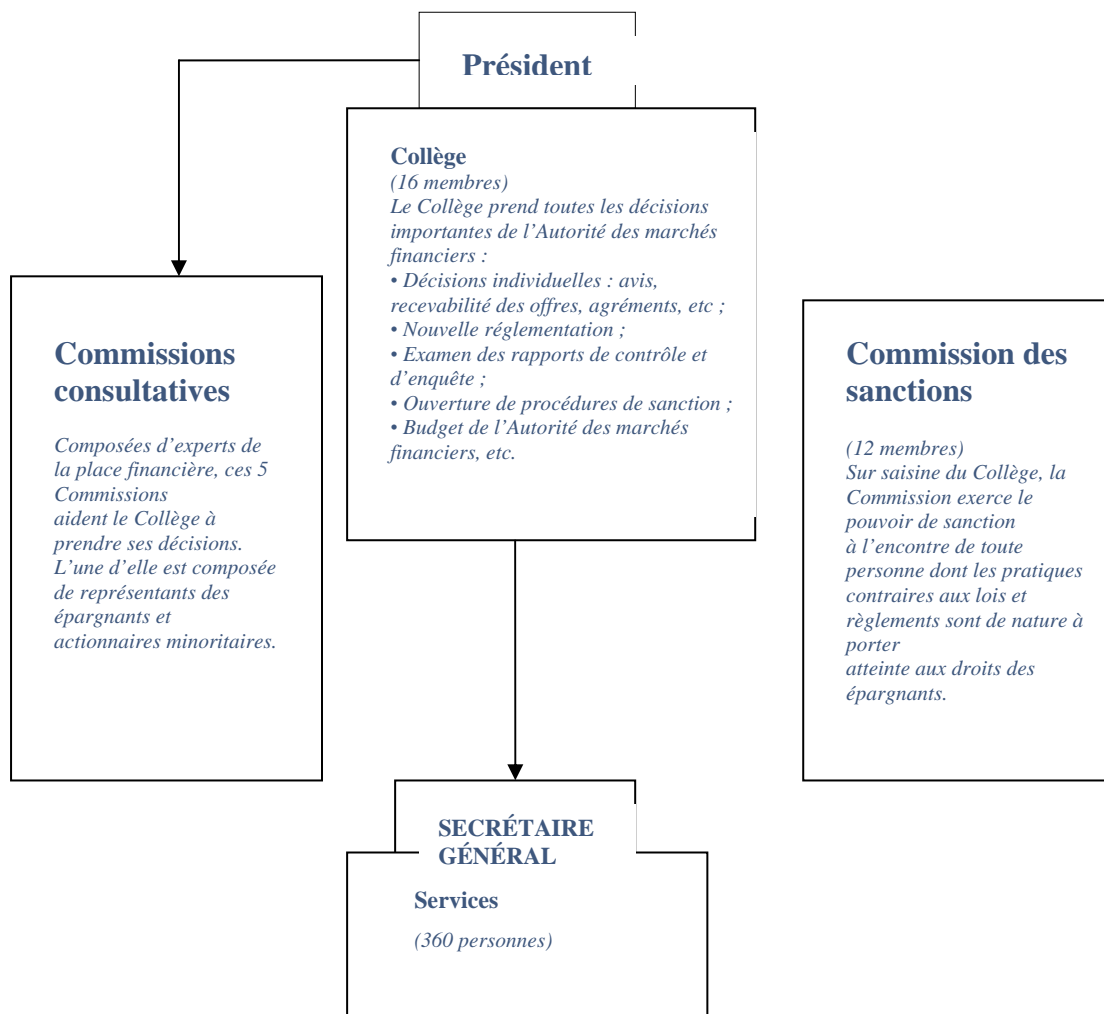
L'AMF dispose de part le texte juridique de son institution d'une large autonomie financière et de gestion. Elle comprend un Collège et une Commission des sanctions. L'effectif total des collaborateurs en fonction dans les services est de l'ordre de 360.

Pour exercer sa fonction, elle s'appuie sur cinq commissions consultatives composées d'experts de la place financière, qui apportent leur assistance au collège dans la prise de décisions.

Figure 10 : Organigramme de l'AMF<sup>59</sup>

---

<sup>59</sup> Source : site web de l'AMF



### 3.4 Fonctionnement

En Parallèle aux opérations financières de contrôle et de vérification des états financiers, l'AMF veille à ce que les sociétés cotées diffusent, dans des délais impartis et en respectant le principe d'égalité, une information complète et de qualité à l'ensemble du public.

L'AMF contrôle ainsi les documents d'information émis par les sociétés cotées : prospectus, note d'information, document de référence, document de base, etc.

Dans certains cas, ces documents sont visés par l'AMF avant leur diffusion ; dans d'autres cas, ils sont seulement déposés auprès de l'AMF, qui les contrôle a posteriori. En matière d'offre publique, l'AMF

vérifie que l'offre est recevable, en particulier qu'elle respecte les intérêts des actionnaires minoritaires, et veille à son bon déroulement. La qualité de l'information est suivie de près en dehors des opérations financières, en veillant à ce que les sociétés cotées communiquent le plus tôt possible au public, par un communiqué de presse.

En parallèle l'AMF suit l'ensemble des opérations financières qui ponctuent la vie des sociétés cotées à savoir :

- Les introductions en Bourse ;
- Les augmentations de capital ;
- Les offres publiques d'achat (OPA), d'échange (OPE), de retrait (OPR) ;
- Les fusions et scissions, etc.

À chaque opération, l'AMF veille à ce que les sociétés cotées diffusent, dans des délais impartis et en respectant le principe d'égalité, une information complète et de qualité à l'ensemble du public.

L'application des dispositions de la loi sur la sécurité étant déclinée par des directives .

En application de la Directive Transparence, les délais de publication légaux seront modifiés à partir du 1er exercice ouvert en 2007. En particulier, le délai de publication des comptes semestriels sera ramené de 4 mois à 2 mois.

## **Missions**

L'Autorité des marchés financiers est un organisme public indépendant, doté de la personnalité morale et disposant d'une autonomie financière, qui a pour missions de veiller :<sup>60</sup>

- à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne ;
- à l'information des investisseurs ;

---

<sup>60</sup> site web de l'AMF [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org) consulté le 12/04/2007

- au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers.
- L'Autorité des marchés financiers réglemente les marchés, les services et le conseil en investissements, ainsi que certains produits d'épargne. Elle définit ainsi les principes d'organisation et de fonctionnement des marchés. Elle édicte les règles de bonne conduite des professionnels placés sous son contrôle.

### **Les compétences de l'Autorité des marchés financiers**

L'Autorité des marchés financiers exerce quatre types de responsabilités :

- réglementer ;
- autoriser ;
- surveiller ;
- sanctionner.

Ses compétences portent sur :

- **Les opérations et l'information financières** : l'Autorité des marchés financiers réglemente et contrôle l'ensemble des opérations financières portant sur des sociétés cotées : introductions en bourse, augmentations de capital, offres publiques, fusions... et veille au bon déroulement des offres publiques boursières. Elle vérifie que les sociétés publient, en temps et en heure, une information complète et de qualité, délivrée de manière équitable à l'ensemble des acteurs.
- **Les produits d'épargne collective** : l'Autorité des marchés financiers autorise la création de SICAV et de

FCP. Elle vérifie notamment l'information figurant dans le prospectus simplifié de chaque produit qui doit être remis au client avant d'investir. S'agissant des produits complexes (fonds à formule, etc.), l'Autorité veille à ce que les spécificités des produits et leurs conséquences soient clairement présentées aux épargnants.

- **Les marchés et leurs infrastructures** : l'Autorité des marchés financiers définit les principes d'organisation et de fonctionnement des entreprises de marchés (comme Euronext Paris) et des systèmes de règlement-livraison (comme Euroclear France). Elle approuve les règles des chambres de compensation (comme Clearnet) et détermine les conditions d'exercice de leurs adhérents. Elle surveille les marchés et les transactions qui s'y déroulent.
  
- **Les professionnels** (établissements de crédit autorisés à fournir des services d'investissement, entreprises d'investissement, sociétés de gestion, conseillers en investissement financier, démarcheurs, etc.). L'AMF détermine les règles de bonne conduite et les obligations que doivent respecter les professionnels autorisés à fournir des services d'investissement ou des conseils en investissement. Elle agréé les sociétés de gestion lors de leur création, apprécie la compétence et l'honorabilité des dirigeants ainsi que l'adaptation des moyens dont elles disposent. Elle détermine également les conditions d'exercice des activités de conservation ou d'administration des instruments financiers.

L'Autorité des marchés financiers regroupe ainsi les compétences de la Commission des opérations de bourse, du Conseil des marchés financiers et du Conseil de discipline de la gestion financière auxquelles s'ajoutent de nouvelles missions :

- Le contrôle des conseillers en investissements financiers
- La loi de sécurité financière a en effet créé le statut des conseillers en investissements financiers et a confié à l'Autorité des marchés financiers la responsabilité de contrôler le respect de leurs obligations professionnelles. Tout manquement par les conseillers en investissements financiers aux lois, règlements et obligations professionnelles les concernant est passible de sanctions prononcées par l'Autorité des marchés financiers.
- La surveillance des agences de notation
- L'Autorité des marchés financiers devra publier chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers.
- Elle partage en outre le contrôle des démarcheurs avec d'autres autorités. La loi de sécurité financière refond le régime du démarchage bancaire ou financier et confie le contrôle des démarcheurs, en fonction de leurs compétences respectives, à l'Autorité des marchés financiers, au Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) et au Comité des entreprises d'assurance (CEA).

L'Autorité des marchés financiers peut également procéder à des contrôles et à des enquêtes et, en cas de pratiques contraires à son règlement général ou aux obligations professionnelles, la Commission des sanctions peut prononcer des sanctions.

Lorsque les faits paraissent constitutifs d'un délit, le Collège de l'Autorité des marchés financiers transmet le rapport de contrôle ou d'enquête au procureur de la République.

L'Autorité des marchés financiers est habilitée à recevoir toute réclamation portant sur les instruments et marchés financiers. Son médiateur peut proposer la résolution des différends portés à sa connaissance.

### **3.5 Profession d'analyste financier : SFAF**

La profession des analystes financiers est encadrée en France par une association professionnelle il s'agit de la **SFAF (Société Française des Analystes Financiers)**.

L'association est régie par la loi 1901. Elle a été créée en 1961 et elle regroupe plus de 1600 professionnels faisant appel aux techniques de l'Analyse financière. Analystes, gérants, experts, ils exercent leur métier en tant qu'indépendants ou au sein d'entreprises d'investissement, intermédiaires de marché, sociétés de gestion de portefeuille, bancaires et financières, institutions d'assurance, de retraite ou de prévoyance.

La SFAF œuvre, à l'amélioration des techniques de l'Analyse financière, mais aussi au développement d'une information économique et financière de qualité. Près de 750 réunions sont organisées avec plus de 450 sociétés chaque année. Des commissions et des groupes sectoriels fonctionnent pour améliorer la connaissance des métiers des émetteurs, suivre l'évolution de la pratique financière

et comptable, réfléchir et apporter la contribution de la SFAF aux consultations de toute nature émises par les autorités de place.<sup>61</sup>

Elle dispose d'un centre de formation à l'analyse financière CFAF qui veille à la mise à niveau des professionnels de l'information financière en matière des nouveaux outils de traitement et de l'analyse. Elle édite des publications dont la revue très célèbre « analyse financière ». En parallèle elle organise des prix et des concours en vue de contribuer à l'amélioration de l'information financière et au renforcement des pratiques favorisant la transparence dans le secteur boursier. Nous citons BOURSOSCAN, le palmarès des sites internet des sociétés cotées, le concours du meilleur mémoire financier, le grand prix de l'analyse financière et le grand prix du gouvernement d'entreprise.

La SFAF est membre de l'Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA®) qui compte vingt six pays membres et deux fédérations, et de la fédération européenne des associations d'analystes financiers (EFFAS), laquelle compte aujourd'hui vingt trois associations nationales européennes. Nous signalons ici que la SMAF est affiliée a cette association internationale.

---

<sup>61</sup>Site web de la sfaf [www.sfaf.com](http://www.sfaf.com) consultée le 19/04/2007

## CONCLUSION :

L'intérêt de la transparence pour les investisseurs n'est pas à vérifier. Dans un secteur favorisant une information financière fiable et crédible, la demande ainsi que le nombre des transactions ne peut qu'augmenter. Cela contribue par l'instauration d'une dynamique et une meilleure canalisation de l'épargne pour les besoins de l'investissement de l'entreprise.

Dans ce contexte des questions relatives au rôle des normes, des missions du commissariat aux comptes, d'organismes chargés du contrôle et de la régulation ainsi que les acteurs s'occupant de l'analyse et du traitement de l'information financière sont à poser en vue de vérifier l'apport et l'influence de chacun en la matière.

Ainsi, nous concluons vers la nécessité de recourir à un diagnostic du terrain pour approcher d'une part les instances de tutelle, de normalisation, de contrôle et de la régulation de l'information financière. D'autre part nous constatons également l'intérêt de cueillir l'avis des spécialistes qu'ont pour métier le traitement de cette information afin de la mettre en valeur et la rendre plus banalisée pour les investisseurs.

Enfin, **ces acteurs repérés constituent** chacun dans la position qu'il occupe, vu les rapports qu'ils entretiennent avec les entreprises cotées et leur système de gouvernance, **les maillons incontournables pour la compréhension du circuit et du processus de la transparence de l'information financière.**

# **PARTIE II : PROCESSUS DE LA TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE AU MAROC**

## **INTRODUCTION :**

Dans cette partie nous abordons la problématique tout en ayant un œil sur le contexte marocain avec une mise en évidence des contraintes et des atouts qui caractérisent cet environnement.

Le choix d'une approche méthodologique appropriée basée sur la collecte des données aussi bien au niveau de l'investigation documentaire que celle du terrain, est opéré dans le but de la vérification des hypothèses annoncées dans la première partie de ce travail de recherche.

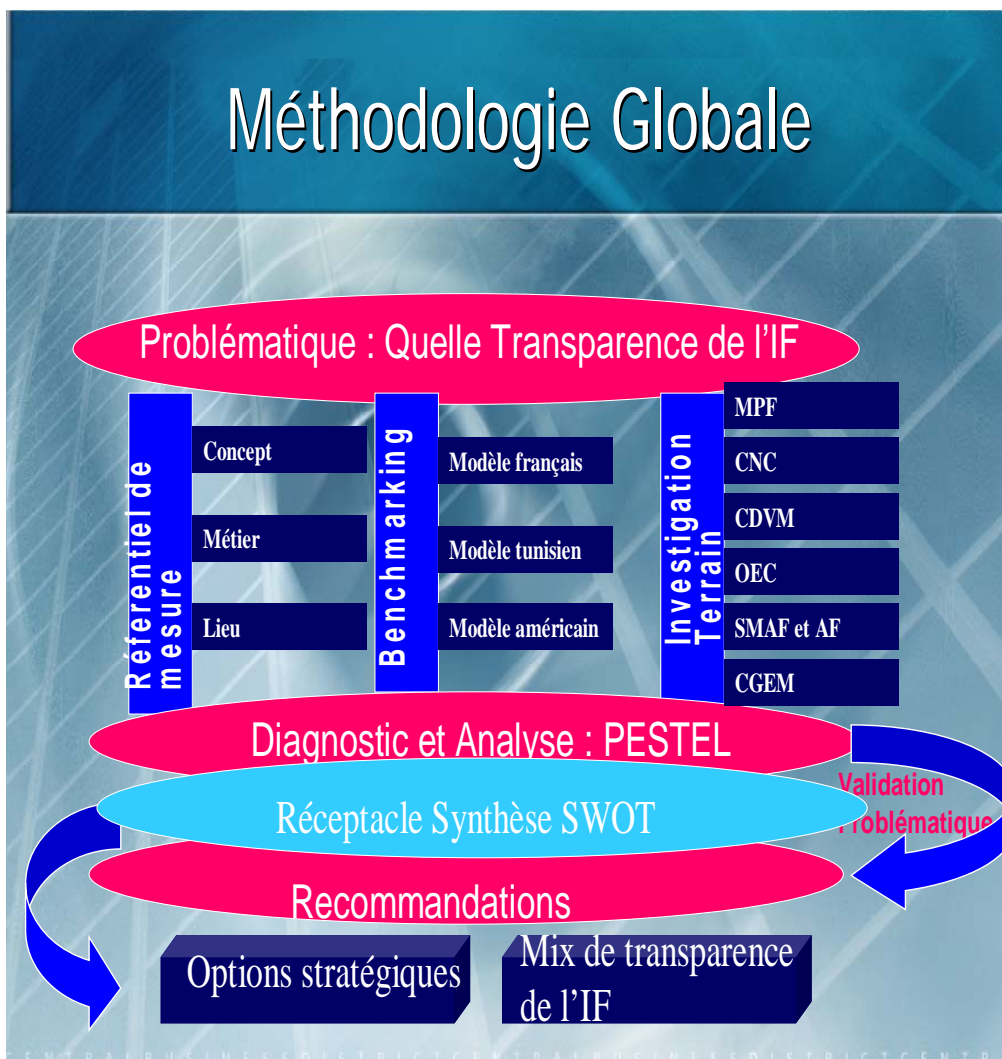
C'est ainsi que les différentes questions de recherches soulevées sont traitées dans chacune des trois phases constituant le processus de l'information financière. Premièrement un diagnostic de la situation relative au cadre légale et réglementaire est établi. Dans un deuxième temps l'état des lieux sur les pratiques de la régulation ainsi que les mécanismes mis en place pour le contrôle est fait. Enfin, nous abordons dans la troisième phase les questions de la fiabilité et de la qualité de l'information financière en mettant en exergue les pratiques et les conditions de traitement et de l'analyse de cette information.

L'analyse des données collectées nous a permis d'avoir une vue d'ensemble sur la situation de la transparence de l'information financière au Maroc. A la lumière de cette vision et des enseignements tirés de l'étalonnage international nous présentons en fin de partie, quelques propositions pour l'amélioration de la transparence de l'information financière au Maroc.

# CHAPITRE I : Description de la démarche d'investigation

## Section 1 Développement de la démarche

Figure 11 : schéma reprenant la méthodologie globale du travail de recherche



### 1.1 Objectifs de la recherche

En parallèle aux objectifs qui présentent un caractère général, notre travail de recherche vise à apporter des éclairages sur la problématique de la transparence de l'information financière. Ainsi à travers les investigations documentaires et de terrain nous essayons de montrer l'intérêt du choix de la problématique énoncée en premier

lieu. Dans un deuxième temps, l'intérêt est porté sur la démonstration et la justification de la pertinence du traitement de la problématique de la transparence de l'information financière dans le contexte boursier marocain. Enfin nous proposons quelques recommandations pour la promotion et l'amélioration de la qualité de l'information financière destinée aux investisseurs.

De ce fait les objectifs ciblés par notre travail de recherche se déclinent comme suit :

1- Analyser le cadre légale et normatif ainsi que les modalités de contrôle suivis pour le contrôle de l'information financière des sociétés cotées à la BVC.

2- Diagnostiquer et analyser la qualité de l'information financière diffusée par les sociétés cotées et traitée par les analystes financiers au Maroc.

3 - Proposer des recommandations pour l'amélioration de la transparence et de la qualité de l'information financière au Maroc.

L'objet de cette étude est l'évaluation du cadre légale et normatif de contrôle de l'information financière pour les sociétés faisant appel public à l'épargne en particulier les sociétés cotées à la BVC, le diagnostic des mécanismes utilisés en matière de contrôle de l'information financière auprès du CDVM et dans le métier du commissariat aux comptes représenté par l'OEC. D'autre part le présent travail de recherche mets la lumière sur l'exercice du métier de l'analyste financier et son impact sur la transparence étant donné que ce dernier est l'intermédiaire de l'information financière entre les investisseurs et les émetteurs. Enfin ce travail propose des recommandations susceptibles de contribuer à la divulgation d'une information financière de qualité respectant les principes de la fiabilité

et de la transparence. Ainsi les questions qui se déclinent pour chaque objectif comme suit :

**Premier objectif : Analyser le cadre légal et normatif ainsi que les modalités de contrôle suivis pour le contrôle de l'information financière des sociétés cotées à la BVC.**

- a. Quelles sont les normes et les règles appliquées pour le contrôle de la fiabilité de l'information au Maroc?
- b. Existe-t-elle une standardisation dans l'application des normes comptables par les sociétés cotées à la BVC ?
- c. Les normes IFRS sont elles appliquées au Maroc ? dans quels cas ?
- d. Quelles sont les difficultés rencontrées par les commissaires aux comptes dans le contrôle de l'information financière ?
- e. Quelles sont les mauvaises pratiques d'application des normes jugées par les commissaires aux comptes ? quels sont les remèdes à suivre pour les éviter ?
- f. Quel est le processus de diffusion de l'information financière au Maroc ?
- g. Quels sont les procédés de forme et de fond suivis dans la divulgation de l'information financière ?

**Deuxième objectif : Diagnostiquer et analyser la qualité de l'information financière diffusée par les sociétés cotées à la BVC et traitée par les analystes financiers au Maroc.**

- a. Quel est le rôle de l'analyste financier ?
- b. C'est quoi une information financière jugée de mauvaise qualité pour l'analyste financier ?
- c. Quels sont les moyens utilisés pour la vulgarisation de l'information financière ?
- d. Existent-ils des écarts entre l'information financière diffusée au public et celle traitée par l'analyste financier ? si oui lesquels ?
- e. Quels sont les éléments déterminants dans l'appréciation de la qualité de l'information financière au Maroc ?

- f. L'information financière de mauvaise qualité peut elle fausser le jeu de la concurrence ? comment ?
- g. Existe-t-il des mesures de prévention contre la manipulation de l'information financière dans le domaine boursier ?
- h. Quels sont les difficultés et les problèmes soulevés par les SDB concernant la l'exploitation de l'information financière produites par les sociétés cotés?
- i. Quelles sont les suggestions proposées pour améliorer la qualité de l'information financière communiquée par les sociétés cotées ?

**Troisième objectif : Proposer des recommandations pour contribuer à la divulgation d'une information financière fiable et de qualité.**

- a. Quel rôle stratégique doit prendre en charge l'administration de tutelle en l'occurrence la DTFE pour l'amélioration de l'information financière au Maroc ?
- b. Quels sont les moyens humains, techniques et financiers que doit disposer le CDVM pour accomplir au mieux la mission de contrôle de l'information produite par les sociétés soumises à son autorité ?
- c. Les normes IFRS sont ils applicables en harmonie avec les normes marocaines ?
- d. Quel est l'apport de l'application de la loi SOX pour garantir la sécurité et la fiabilité des informations financières produites ?
- e. Quel est l'apport de l'exercice de la profession du commissariat au compte sur les pratiques de la bonne gouvernance des entreprises marocaines faisant appel public à l'épargne ?
- f. Quelles sont les recommandations pour une meilleure communication de l'information financière ?
- g. Quelles sont les propositions pour l'amélioration de la qualité de l'information financière au Maroc ?

## **1.2 La population de l'étude**

Afin de répondre aux questions de recherche relatives au premier objectif de l'étude, l'enquête a porté sur quatre institutions et organismes à savoir :

- Le CDVM : organisme de régulation
- La DTFE : administration de tutelle
- Le CNC : Institution de normalisation
- L'OEC : instance d'organisation de la profession du commissariat aux comptes

**Tableau 5** : Liste des enquêtés concernés par l'enquête relative au premier objectif

Le nombre total des cibles de cette première enquête est de : 4

<b>Population</b>	<b>Nombre</b>
- La chef du département Opérations et Information du CDVM	1
- La chef de la division des Marchés Financiers du DTFE	1
- Le secrétaire général du CNC	1
- Le président de l'OEC	1
<b>Total</b>	<b>4</b>

En ce qui concerne le deuxième objectif, l'étude d'évaluation est concentrée sur les analystes financiers, qui de par leur profession, sont les premiers utilisateurs de l'information financière. Ils constituent le noyau des ressources humaines des 15 SDB marocaines.

Le nombre global selon la SMAF étant estimé à 30 analystes financiers, l'enquête choisie a opté pour le principe de recensement via l'instrument de questionnaire.

Dans cette même enquête le président de la SMAF ainsi que le président du comité éthique à la CGEM sont ciblés en vue d'apporter des éléments qualitatifs pour une meilleure exhaustivité des données à recueillir.

**Tableau 6** : Liste des enquêtés concernés par l'enquête relative au deuxième objectif

Le nombre des enquêtés concernés par cette deuxième étude est de : 32

<b>Population</b>	<b>Nombre</b>
- Le président de la SMAF	1
- Analystes financiers	30
- le président du comité éthique à la CGEM	1
<b>Total</b>	<b>32</b>

### **1.3 Justification du choix de la population :**

La cible de l'information financière émise par les sociétés cotées est constituée des investisseurs institutionnels et particuliers ainsi que des prescripteurs ou des intermédiaires dans le domaine de placement qui ne sont autres que les analystes financiers. Le choix de ces derniers en tant que population cible du présent travail de recherche n'est pas fortuit.

Logiquement l'appréciation de la clarté et de la transparence de l'information financière est à rechercher auprès des investisseurs qui constituent les principaux clients concernés par la question. De même il aurait été judicieux d'aller vérifier les pratiques des sociétés cotées en matière de communication financière en vue d'analyser et d'évaluer la qualité de l'information financière produite et diffusée. Or l'aspect de la confidentialité qui caractérise le sujet de l'information financière chez les sociétés cotées ainsi que leur souci de véhiculer une bonne image concordant avec la performance souhaitée sur le marché boursier, nous ont poussé à recourir aux intermédiaires dans le domaine.

En pratique l'objectivité et la neutralité pour évaluer le degré de la transparence de l'information financière sont à rechercher auprès des analystes financiers qui jouent le double rôle d'intermédiation en matière d'information financière. D'une part ils prodiguent des conseils aux investisseurs soit à l'achat ou à la vente de titres. D'autre part ils assistent les sociétés cotées à la fois dans la préparation des notes d'information exigées par la réglementation, et dans la gestion de leur portefeuille des valeurs mobilières.

### **1.4 Glossaire : Définitions opérationnelles**

#### **Appel public à l'épargne APE**

L'appel public à l'épargne est constitué par :<sup>62</sup>

---

<sup>62</sup> Article 12 du DAHIR portant loi n° 1-93-212 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant APE.

- L'admission d'une valeur mobilière à la Bourse des valeurs ou sur tout autre marché réglementé au Maroc;
- L'émission ou la cession des valeurs mobilières dans le public en ayant recours, directement ou indirectement, au démarchage ou à la publicité, ou par l'entremise de sociétés de bourse, de banques ou d'autres établissements dont l'objet est le placement, la gestion, ou le conseil en matière financière, et dont la liste est fixée par arrêté du ministre chargé des finances, sur proposition du CDVM.

### **Bourse**

Marché financier où se vendent et s'achètent des instruments financiers (actions, obligations, etc.). C'est l'une des sources de financement de l'économie. Elle permet aux sociétés privées et publiques, aux collectivités locales et à l'Etat de se procurer des fonds pour financer leurs investissements en faisant appel aux épargnants.

### **Démarchage<sup>63</sup>**

Le démarchage est le fait de se rendre au domicile ou à la résidence des personnes, ou sur leurs lieux de travail, ou dans des lieux publics, en vue de conseiller la souscription, l'achat, l'échange ou la vente de valeurs mobilières ou une participation à des opérations sur ces valeurs. Sont également considérés comme démarchage, les offres de services faites ou conseils donnés en vue des mêmes fins, au domicile ou à la résidence des personnes, ou sur les lieux de travail, par l'envoi de documents ou par communication téléphonique, ou par tout autre moyen de communication.<sup>64</sup>

### **Information financière**

---

<sup>64</sup> Article 12-1 12 du DAHIR portant loi n° 1-93-212 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant APE

L'information financière est la matière première servant aux investisseurs (et d'autres agents économiques, prêteurs, clients, employés, pouvoirs publics...) à prendre leurs décisions.<sup>65</sup>

C'est l'information relative à la situation et aux perspectives financières d'un émetteur.

### **Information privilégiée**

Par information privilégiée, il est entendu toute information relative à la marche technique, commerciale ou financière d'un émetteur ou aux perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, encore inconnue du public et susceptible d'affecter la décision d'un investisseur.<sup>66</sup>

C'est une information qui a un caractère précis, non publique, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

Il est fait obligation pour les émetteurs d'instruments financiers, de rendre public, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent

### **Emetteur**

Personne morale (les entreprises, l'Etat et les collectivités locales) à l'origine d'une création de titres diffusés dans le public par voie de souscription.

### **Investisseur :**

Un investisseur est soit un particulier qui investi sur les marchés financiers, soit une personne morale qui pratique un investissement sous forme d'apport de capitaux stables à une entreprise, notamment en tant qu'actionnaires.<sup>67</sup>

---

<sup>65</sup> Wikipédia : l'encyclopédie libre/ Version 0.5, 2007

<sup>66</sup> Article 25 du DAHIR portant loi n° 1-93-212 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993) relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant APE

<sup>67</sup> Wikipédia : l'encyclopédie libre/ Version 0.5, 2007. Consultée sur le [wikimediafoundation.org/wiki](http://wikimediafoundation.org/wiki) le 10/05/2007

Il se distingue du trader en ce sens qu'il recherche plus la rentabilité à long terme que les écarts de cours à court terme.

Il existe plusieurs types d'investisseurs, auxquels une entreprise peut faire appel selon son secteur d'activité, et selon les phases d'un projet d'investissement :

- Les investisseurs en capital de départ,
- Les investisseurs privés,
- Les sociétés de capital de risques,
- Les investisseurs institutionnels,
- Les sociétés d'Etat,
- Les investisseurs stratégiques,
- Les investisseurs providentiels.
- Les investisseurs institutionnels qui peuvent être des banques, des compagnies d'assurance, ou des fonds de pension.

### **Analyse financière (ou Analyse fondamentale)**

Méthode d'Analyse financière reposant sur l'étude des fondamentaux de l'entreprise. L'analyste financier se fonde autant sur le passé que sur les perspectives de l'entreprise, à partir de l'information qu'elle publie, des entretiens qu'elle lui accorde comme de toute autre source d'information extérieure appropriée.

L'analyse fondamentale d'une entreprise par un analyste financier comprend généralement quatre parties complémentaires :

- l'analyse stratégique (analyse du positionnement économique et concurrentiel de l'entreprise, de ses produits et de ses métiers) ;
- l'analyse des comptes (analyse de ses performances en termes de croissance de l'activité, de rentabilité et de structure financière) ;

- l'élaboration des prévisions (à partir des objectifs éventuellement communiqués par l'entreprise) ;
- l'application des modèles d'évaluation.

L'analyse fondamentale se conclut généralement par une opinion ou une recommandation boursière.

### **Analyse technique (ou Analyse chartiste)**

Analyse visuelle de graphiques de cours et d'indicateurs qui permet de prévoir l'évolution d'actifs financiers (indices boursiers, devises, actions etc.) sur des horizons de temps compris entre quelques minutes et plusieurs trimestres. Deux utilisations sont possibles : l'analyse systématique des produits et la recherche d'opportunités. Cette seconde approche sur laquelle s'appuient les investisseurs pour prendre et dénouer leurs positions est basée sur la visualisation d'informations exceptionnelles observées sur les indicateurs techniques. Ce niveau d'analyse est utilisé généralement dans le contexte des contrats à terme qu'une fois entré au Maroc pourraient booster le développement du secteur boursier

### **Analyste financier**

Professionnel dont le rôle consiste le plus souvent à produire et diffuser une étude sur une société cotée en vue d'exprimer une opinion sur ses perspectives et d'évaluer les titres qu'elle émet. Il est dit «**sell-side** » s'il travaille pour une société d'intermédiation boursière et s'il diffuse auprès de ses clients ses recommandations sur des titres. Il est dit «**buy-side** » s'il est rattaché à une activité de gestion de portefeuille et s'il travaille exclusivement pour ses employeurs. La nécessaire indépendance intellectuelle de son jugement, vis-à-vis des émetteurs comme de ses employeurs, est censé être protégée par la loi comme il est courant dans le modèle français. Mais préalablement aux textes, le code de déontologie de l'organisation professionnelle, la Société Marocaine des Analystes Financiers (SMAF), constitue la référence de son comportement.

### **Black-out period**

Période qui précède et suit une opération financière lancée par un émetteur pendant laquelle les membres du syndicat de placement s'obligent à ne pas communiquer à des tiers d'études d'analystes. Cette pratique de marché est d'origine anglo-saxonne ne repose sur aucune base légale et porte généralement sur une période de deux semaines avant l'opération et jusqu'à quarante jours après la fixation du prix de souscription.

### **Note d'information**

Document d'information établi dans le cadre d'une offre publique (OPA, OPE, garantie de cours...) par l'initiateur d'une part et par la société cible d'autre part (« note en réponse »). Lorsque l'offre publique est une offre amicale, une note d'information conjointe peut être établie par l'initiateur de l'offre et la société cible.

La note d'information de l'initiateur décrit en particulier la teneur et les caractéristiques de l'offre ainsi que les objectifs et les intentions de l'initiateur.

La note d'information en réponse contient en particulier l'avis du Conseil d'administration ou de surveillance de la cible sur l'intérêt de l'offre et les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés.

Le contenu des notes d'informations est régi le Règlement général du CDVM.

### **IFRS (International Financial Reporting Standards)**

Nouvelles normes comptables internationales établies par l'IASB (International Accounting Standards Board) impliquant notamment :

- une application plus systématique du principe de prééminence de la substance juridique à la forme juridique ;

- une information plus orientée vers la mesure de la performance ;
- une information visant à améliorer la fiabilité des prévisions des investisseurs relatives aux performances et cash-flows futurs ;
- une réduction des choix comptables ;
- une inscription plus fréquente au bilan d'éléments figurant actuellement hors bilan ;
- une information financière plus détaillée.

### **Ethique**

Ensemble de règles de conduite partagées et typiques d'une société donnée. En général, l'éthique des affaires est une discipline normative, dans laquelle des normes éthiques spécifiques sont défendues puis appliquées. Cette discipline juge de ce qui est bien ou mal, c'est-à-dire qu'elle affirme ce qui devrait être fait ou ce qui ne devrait pas être fait. L'éthique de la finance et de la comptabilité s'occupe des pratiques de la comptabilité créative qui s'écartant des standards établis pour tromper les actionnaires, l'analyse financière trompeuse, le délit d'initié, des manipulations des marchés financiers, de la Rémunération des dirigeants de la corruption ainsi que l'utilisation illicite de ressources de l'entreprise à des fins privées.

### **Déontologie**

Ensemble de règles dont se dote une profession au travers d'une organisation professionnelle qui devient l'instance d'élaboration, de mise en œuvre, de surveillance et d'application de ces règles.

### **Réunion d'analystes**

Réunion d'information financière à l'origine ouverte aux seuls analystes financiers mais à laquelle peut être convié un public plus large d'investisseurs (actions et obligations), de banquiers et de journalistes. Elle est en règle générale organisée à l'occasion des publications de résultats annuels ou semestriels.

## **Sarbanes-Oxley Act**

Entrée en vigueur le 30 juillet 2002 aux Etats-Unis suite aux scandales des affaires Enron et Worldcom, la loi américaine «Sarbanes-Oxley » est guidée par trois grands principes : l'exactitude et l'accessibilité de l'information, la responsabilité des gestionnaires et l'indépendance des auditeurs.

A ce titre, les principales mesures portent sur :

- L'extension des responsabilités civile et pénale des organes de direction ;
- L'amélioration de l'accès et de la fiabilité de l'information ;
- L'établissement de comités de vérification indépendants pour superviser le processus de vérification et la rotation des auditeurs externes.

Les sociétés américaines et étrangères cotées aux Etats-Unis doivent se conformer à cette nouvelle réglementation, la loi Sarbanes-Oxley retenant comme critère d'applicabilité la cotation sur le marché aux Etats-Unis et non la nationalité de l'émetteur.

## **Visa**

Décision du CDVM relative à un prospectus ou à une note d'information. L'apposition du visa indique que le prospectus ou la note d'information concernée satisfont à l'ensemble des exigences réglementaires en termes d'information.

En revanche, elle n'implique aucune appréciation du CDVM quant à l'opération en cause ni aucune vérification de la véracité des informations communiquées par l'émetteur.

Un prospectus ou une note d'information ne peut être publié tant que le visa n'a pas été obtenu.

## Section 2 : Déploiement de la démarche

### 2.1 Méthodes et instruments de recherche

La réalisation des objectifs et la réponse aux questions formulées exigent l'adoption de méthodes de travail appropriées par lesquelles l'étude est réalisée.

Pour les deux premiers objectifs, Il s'agit de la méthode **d'investigation du terrain** et de **l'investigation documentaire**.

1. Pour la méthode **d'investigation du terrain**, nous avons utilisé deux instruments de collecte d'information :

- L'interview :

Concernant le premier objectif, le recours à ce procédé d'investigation utilisant le processus de communication verbale est justifié par le nombre limité et la qualité des interviewés. Dans la pratique l'entrevue avec ces derniers permet de rassembler des informations enrichissantes et supplémentaires d'une grande valeur ajoutée pour le travail de recherche.

A cet effet des guides d'interview sont élaboré (voir annexes) et pour supporter les questions de la recherche.

- Le questionnaire :

Afin d'atteindre le deuxième objectif de la recherche, un questionnaire a été élaboré et distribué aux analystes financiers travaillant aux SDB et aux autres institutions financières. Ce questionnaire a été testé au préalable avant son lancement auprès de la population cible.

Le choix de cet instrument est justifié par le fait qu'il assure l'anonymat au répondant et il permet d'atteindre un nombre élevé des personnes en diminuant les effets dus à la présence de l'enquêteur qui pourrait gêner l'enquêté.

Le questionnaire offre également une facilité d'interprétation et d'analyse des résultats. Il permet d'obtenir des résultats aussi bien

quantitatifs que qualitatifs ainsi que de rassembler les différentes suggestions et propositions des enquêtés.

2. Pour **l'investigation documentaire**, une analyse a été effectuée pour toute la documentation et les études menées en liaison avec le thème du travail de recherche afin d'élucider les différents aspects et comprendre l'état d'avancement des recherches portant sur l'amélioration de l'information financière au Maroc.

Le troisième objectif, est atteint à travers l'analyse des résultats obtenus suite à l'enquête sur le terrain et aux recommandations extraites de l'analyse des repérages, du référentiel de mesure et du benchmarking.

## **2.2 Délimitation de l'étude**

Le présent travail de recherche vise d'apporter la lumière sur l'état de la qualité de l'information financière communiquée, par les sociétés cotées à la BVC, au public des investisseurs et la proposition des recommandations pour l'amélioration de cette matière qui influence les fluctuations des cours sur la place boursière de Casablanca. Ainsi l'étude touchera en premier lieu les intervenants dans le contrôle et la certification des états financiers à savoir les commissaires aux comptes en la personne de l'ordre des experts comptable marocain en l'occurrence son président. En deuxième lieu les instances chargés de la tutelle de la profession, du contrôle et de la régulation qui veillent sur le respect de l'éthique et de la déontologie en matière d'information financière à savoir les responsables du DTFE, du CDVM et du comité d'éthique et de la gouvernance à la CGEM.

Par ailleurs dans la phase d'évaluation de la qualité de l'information financière, l'enquête a touché les analystes financiers, en leur qualité des premiers utilisateurs de l'information financière au Maroc. De par leur métier et exercice au sein des SDB il leur incombe la tâche de l'analyse et de l'appréciation de l'information financière en vue de porter les conseils aux épargnants.

Enfin le périmètre de la recherche s'étend pour contenir la SMAF qui se présente comme le client motivé pour la réalisation du présent travail de recherche.

### **2.3 Contraintes et limites de la recherche**

La présence de contraintes et de limites est une chose évidente dans n'importe quelle étude.

#### **2.3.1 Les obstacles :**

En dépit de l'obligation de communication, à laquelle elles sont soumises les sociétés cotées à la BVC en vertu de la loi 1-93-212, la réticence et la sensibilité pour certaines questions constitueraient un obstacle pour l'accès aux données fiables. En parallèle, l'indisponibilité des acteurs ciblés influence sur le déroulement de l'enquête.

D'autre part un autre argument sort à chaque fois que la question de la transparence est évoquée est celui de la confidentialité. Elle représente une échappatoire susceptible de gêner et de bruyter la collecte des données auprès des acteurs ciblés.

En outre, vu la nature du sujet abordé il est à signaler que peu d'études, sinon aucune recherche académique, n'ont traité la question de la transparence de l'information financière auparavant au Maroc. Cela constitue en soi une contrainte notamment en ce qui concerne les difficultés d'aborder les acteurs et de délimiter le périmètre de l'étude.

Par ailleurs la qualité des informations collectées par le biais du questionnaire et des interviews peut être affectée en fonction de la proportion de la prédisposition des enquêtés à adhérer pour l'aboutissement de la présente étude. Nous avons veillé à dépasser cette contrainte par la pertinence dans le choix des questions à poser.

#### **2.3.2 Les limites :**

Evidemment le présent travail de recherche ne vient pas aborder la problématique de la transparence de l'information financière dans sa globalité. Avec la délimitation du champ de la recherche nous avons essayé d'étayer les aspects concernant la problématique en recourant

aux cibles indirectes de l'information financière notamment les intermédiaires.

La transparence et la qualité de l'information financière telles qu'elles sont perçues par les investisseurs ou les cibles directes présentent des points intéressants également. Mais pour les raisons de la délimitation du périmètre de la recherche comme nous avons déjà évoqué, notre étude était limitée. Nous détaillons ci-dessus ces raisons dans le paragraphe 5 relatif à la justification du choix de la population cible.

Enfin pour des raisons de faisabilité et de temps , l'étude d'évaluation de la qualité de l'information financière communiquée, s'est limitée aux analystes financiers travaillant dans les SDB, à qui incombe la tâche d'appréciation des états financiers et comptables visés par le CDVM et publiés dans la presse.

## **CHAPITRE II : Bilan diagnostic de la transparence de l'information financière**

### **Introduction :**

Le processus emprunté par l'information financière depuis son établissement jusqu'à son arrivée aux investisseurs est scindé en trois phases essentielles. La première phase correspond à la production des états financiers selon les normes et la législation en vigueur. La deuxième étape est réservée au contrôle et à la diffusion de l'information financière. Enfin la dernière phase du processus est celle durant laquelle les analystes financiers interviennent pour l'analyse et le traitement de la qualité et de la pertinence de cette information financière.

Le degré de transparence de l'information financière dépend de la pertinence des normes et de l'harmonie des textes législatifs appliqués dans chaque phase. En parallèle, l'efficacité et la fiabilité des modalités et des mécanismes de contrôle mis en œuvre tout au long des maillons du processus sont d'une grande importance. Enfin l'objectivité des acteurs intervenants dans la production, le contrôle et l'analyse de l'information influence sensiblement sur la transparence requise de l'information financière.

### **Section 1 : Cadre légale et réglementaire**

#### **1.1 Sensibilité de l'information aux normes**

Qu'attend-on des normes comptables ? Fiabilité et pertinence.

La pertinence, la fiabilité et la comparabilité sont les trois principales caractéristiques attendues de l'information fournie dans les comptes<sup>68</sup>

---

<sup>68</sup> L'information financière en crise, Comptabilité et Capitalisme par Nicolas Véron, Matthieu Autret et Alfred Galichon, Editeur : Odile Jacob, 2004

La tension la plus forte est entre pertinence et fiabilité. Einstein disait « Tout ce qui compte ne peut être compté et tout ce qui peut être compté ne compte pas forcément ».

**Exemple** : Les immobilisations incorporelles dont l'importance ne cesse de croître. Mais comment estimé de manière fiable la valeur d'un droit de propriété intellectuelle ?

Les normes comptables ne sont pas neutres. Théoriquement la réalité mesurée ne dépend pas de l'outil de mesure. Or dans les faits le contenu de l'information financière est affecté. Mais en fait, l'analyse exhaustive de toutes les informations contenues dans les comptes et leurs annexes est impossible. Beaucoup d'investisseurs calculent par exemple un PER (price earning ratio) sur la base du résultat comptable publié et prendront leur décision d'investissement en conséquence. L'influence que les normes comptables exercent sur le comportement des investisseurs se répercute sur celui des entreprises elles mêmes... On peut alors se demander si ces effets induits doivent entrer en considération dans le jugement sur la qualité des normes ou si seule compte l'atteint des objectifs de pertinence, de fiabilité et de comparabilité

## **1.2 cadre réglementaire et réalités managériales**

Le Maroc dispose aujourd'hui d'un arsenal de textes juridiques important relatif à l'environnement commercial et financier et aux acteurs dans cet environnement. La plupart de ces textes incluent de façon explicite ou implicite des dispositions liées à l'information financière. Pour la plupart, ils ont été émis, amendés ou complétés depuis la grande réforme du marché financier initiée en 1993.

Nous reproduisons ci-après les textes qui peuvent avoir une relation directe ou indirecte avec les différents aspects de la communication financière au Maroc.

- Loi 17-95 relative à la Société Anonyme
- Loi 5-96 relative aux autres sociétés commerciales

- Loi n°15-95 formant code de commerce
- Dahir portant loi 1-93-211 amendé et complété par les lois 34/96,29/00 et 52-01 relatif à la Bourse
- Dahir portant loi n°1-93-212 du 21 septembre 1993, amendé par la loi 23/01 relative au CDVM
- Dahir portant loi n°1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM
- Loi n°35-96 relative au dépositaire central, promulguée par le Dahir 1-96-246 du 1/1/97, modifiée par la Loi 43-02
- Loi n°26-03 relative aux Offres Publiques
- Loi n°9-88 relative aux obligations comptables des commerçants
- Loi n°15-89 réglementant la profession d'experts comptables et instituant l'Ordre des Experts Comptables
- Règlement Général de la Bourse des Valeurs, approuvé par l'arrêté du Ministre des Finances 499/98 et amendé par l'arrêté du Ministre des finances et de la Privatisation 1994/04.

La question qui se pose avec acuité est de savoir si ces textes sont applicables et cohérents avec la réalité du terrain.

Pour répondre à cette question, l'exemple de la loi sur la SA (la forme exclusive des sociétés cotées) est plein d'enseignements. En effet, malgré que la loi sur la SA comprend un volet répressif très contraignant, certaines obligations d'ordre informationnel sont rarement respectées vis-à-vis des actionnaires et des épargnants d'une manière générale. Il s'agit notamment des contrats conclus entre les administrateurs et la société dont un avis doit être donné au commissaire aux comptes qui doit en aviser l'assemblée générale.

En outre, malgré que la loi sur la SA donne la possibilité aux entreprises d'opter pour une direction bicéphale constituée d'un conseil de surveillance et d'un directoire, la majeure partie des SA cotées à la

BVC ont opté pour la forme classique qui se compose d'un conseil d'administration avec un président directeur général. Cette dernière forme ne facilite pas la transparence dans la gestion de l'entreprise étant donné qu'il n'y a pas de séparation organique entre la gestion et le contrôle comme c'est le cas dans la forme dualiste. L'absence d'un comité au sein des entreprises accentue ce problème de transparence. Par ailleurs, le fait d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires à travers le système des « stocks options », constitue également une source non négligeable de risque de non transparence pour l'entreprise. En effet, si l'intérêt de l'actionnaire est de maximiser la valeur boursière de l'entreprise, un dirigeant peut déployer des techniques qui gonflent artificiellement cette valeur boursière au moment même où il doit exercer ses stocks options, et ce pour s'enrichir personnellement<sup>69</sup>.

Ainsi, le système d'alignement des intérêts peut conduire à gérer l'entreprise en fonctions du cours de bourse et des échéances de levée de leurs plans d'options, ce qui peut inciter les dirigeants à masquer les résultats. De ce fait, ce système peut conduire à une asymétrie entre managers producteurs de l'information et investisseurs utilisateurs de cette information.

En outre, la loi n'est pas très explicite sur les situations de conflits d'intérêt notamment en ce qui concerne l'audit réglementaire des comptes. En effet, lorsque l'audit légal se mélange avec l'activité de conseil, l'auditeur est amené à valider des montages financiers inventés par ses collègues consultants ; ce qui peut nuire des fois à la sincérité de l'information financière mise à la disposition des investisseurs. La complexité des montages financiers et la multiplicité des opérations de fusion ont compliqué davantage le travail des auditeurs.

---

<sup>69</sup> Cohen E. 2005 Le nouvel âge du capitalisme, Paris: FAYARD

Parallèlement à ce dispositif réglementaire, il existe des organes de surveillance pour contrôler les pratiques de la gouvernance des entreprises cotées, notamment en veillant sur la qualité de l'information financière et qui sont comme suit :

- Commissariat aux comptes
- CDVM
- Conseil National de la Comptabilité
- Analystes financiers

Le premier constat majeur est que ces organes travaillent de manière cloisonnée sans aucun échange d'information ni même de stratégie ; ce qui nuit de manière tangible à l'efficacité du système de contrôle.

En outre, l'absence d'un système de garantie de la qualité de l'audit légal constitue une grande lacune quant à la certification des comptes.

Pour ce qui est des analystes financiers, ces derniers jouent un rôle de tout premier plan dans la chaîne de traitement de l'information, puisqu'ils prescrivent des comportements d'investissement, notamment pour les petits investisseurs qui ne sont pas assez outillés pour identifier et décider le meilleur investissement. A cet effet, les managers cherchent donc à obtenir la bonne grâce des analystes afin d'obtenir des recommandations favorables. En l'absence d'une rigueur et un sens aigu de responsabilité et d'éthique, les analystes peuvent être tentés et succomber aux sollicitations des managers et par conséquent faire véhiculer des analyses biaisées.

Concernant le conseil national de la comptabilité, le fait qu'il se trouve adossé à l'administration peut affecté son autonomie financière dans la mesure où son rythme de travail n'est plus en phase avec un monde globalisé, si on sait l'importance cruciale de la normalisation comptable qui constitue le socle de l'information financière.

Par ailleurs, il y a lieu de noter que le puzzle est incomplet et pour le compléter, la présence des sociétés de rating Indépendantes est indispensable pour mieux apprécier le couple rentabilité-risque et indispensable. Enfin, le Conseil de la Concurrence devrait activer ses

travaux afin de combler cette lacune sacro-sainte au système à savoir, la libre concurrence entre les différents acteurs du marché.

### **1.3 Appréciation de l'apport du commissariat au compte**

Vu l'importance de la mission dévolue à l'OEC, la qualité en amont de l'information financière diffusée auprès du public dépend en grande partie de la qualité d'audit des comptes réalisé par les experts comptables. Conscient du rôle important de la profession d'expertise comptable dans ce processus, le programme "Rapports sur le Respect des normes et des codes- RRNC" sur les pratiques comptables et d'audit au Maroc élaboré par la Banque Mondiale a érigé en actions principales :

- L'actualisation des normes comptables marocaines pour leur arrimage aux normes internationales.
- L'actualisation des normes marocaines d'audit par l'adoption des normes internationales d'audit.
- Le renforcement du contrôle qualité de l'activité des experts comptables.
- La réforme du cursus marocain de formation des experts comptables.
- La formation continue obligatoire des membres de l'Ordre des experts comptables.
- La promotion de la profession comptable et le renforcement des structures de l'Ordre

Afin de concrétiser ces actions un « plan stratégique pour l'amélioration de l'information financière au Maroc » est piloté par un groupe de travail dont l'OEC est partie prenante.

A la lumière d'un benchmark avec les Etats-Unis et l'Union Européenne et de l'entretien mené auprès des responsables de l'OEC, il s'est dégagé les constats suivants concernant l'organe de régulation du métier d'expertise et l'indépendance des auditeurs :

### **1.3.1 Organe de régulation**

#### **a - Cadre général**

Les scandales récents qu'ont connus les places boursières américaines et européennes ont amené les Etats Unis et l'Union Européenne à durcir leurs exigences en matière de contrôle des comptes. Cette orientation s'est traduite notamment par :

- l'introduction de règles plus strictes pour la sauvegarde de l'indépendance des auditeurs contractuels et des commissaires aux comptes.
- l'instauration d'un contrôle public de leur profession.

#### **b - Dispositions américaines**

La loi américaine SARBANES-OXLEY, adoptée en juillet 2002, s'est traduite par l'institution d'un organisme privé de droit américain, à but non lucratif, dénommé PCAOB Public « Company Accounting Oversight' ». Il s'agit d'une autorité de contrôle externe à la profession qui se voit désormais confier, en plus du contrôle de l'activité des auditeurs des sociétés cotées, un rôle déterminant en matière de respect des règles de déontologie, d'indépendance et de discipline. Ses prérogatives s'étendent à:

- l'émission de normes ou d'avis sur les normes d'exercice professionnel élaborées par les organisations professionnelles avant leur homologation.
- l'émission de sanctions à l'encontre des cabinets d'audit en cas de violation des lois et règlements (révocation, suspension, interdiction d'audit de sociétés cotées, sanctions civiles...).
- la conduite d'enquêtes, d'inspections ou d'investigations incluant l'examen des dossiers de travail des auditeurs et le recours à des témoignages de tiers.

Le résultat de ces examens peut être communiqué à la SEC 'Security

Exchange Commission" et, avec l'accord de celle-ci, au Ministère de la Justice et au Procureur Général.

### **c - Dispositions européennes**

Le contrôle public de la profession de contrôleurs des comptes dans les pays de l'Union Européenne fait l'objet de larges développements dans une proposition de Directive du Parlement Européen et du Conseil.

Compte tenu de la diversité des législations et réglementations des pays de l'Union, la Directive européenne n'a pas défini de schéma directeur sur la manière de créer un véritable mécanisme de contrôle public.

Elle en fixe cependant les principes minimums à respecter par les systèmes nationaux de contrôle public dont on peut citer les principaux :

- les personnes en charge du contrôle public doivent en majorité être des non praticiens.
- les dirigeants des systèmes de contrôle public doivent posséder des compétences suffisantes en matière de comptabilité et d'audit.
- les états membres doivent mettre en place de véritables systèmes d'enquêtes et de sanctions efficaces et dissuasives, sous la forme de sanctions civiles, administratives ou pénales.
- il est fait obligation aux contrôleurs légaux et aux cabinets d'audit de se soumettre à un système d'assurance qualité.
- les contrôleurs et/ou les cabinets d'audit de pays tiers qui publient des rapports de contrôle ayant trait à des titres négociés dans l'UE doivent être enregistrés dans l'UE et être soumis aux systèmes de contrôle public,

d'assurance qualité, d'enquête et de sanctions des Etats membres.

Cependant, les contrôleurs de pays tiers disposant de systèmes de contrôle équivalents, sont dispensés des obligations en matière d'enregistrement, de contrôle public, d'assurance qualité, d'enquête et de sanctions.

#### **d - Dispositions marocaines**

En l'absence d'un organisme public qui s'occupe de la mission de régulation de la profession de l'expertise comptable au Maroc, c'est l'OEC lui-même qui se charge de cette tâche.

En effet, selon l'article 82 du DAM N° 1-92-139 DU 14 RAJEB 1413 (8 janvier 1993), portant promulgation de la loi N° 15/89, réglementant la profession d'expert comptable et instituant un ordre des experts comptables « *Les Conseils régionaux et le Conseil National, par voix d'appel, exercent à l'égard des experts comptables et de leurs sociétés le pouvoir disciplinaire ordinal pour toute faute professionnelle ou toute contravention aux dispositions législatives et réglementaires auxquelles l'expert est soumis dans l'exercice de sa profession, notamment :*

- *Violation des règles professionnelles, manquement aux règles de l'honneur, de la probité et de la dignité dans l'exercice de la profession, telles qu'elles sont notamment édictées dans le code des devoirs professionnels,*
- *Non respect des lois et règlements applicables à l'expert comptable dans l'exercice de sa profession,*
- *Atteinte aux règles ou règlements dictés par l'Ordre, à la considération ou au respect dus aux institutions ordinales (loi n° 15-89, art. 66).*

En parallèle, l'Ordre assure la défense des intérêts matériels et moraux de la profession d'expert comptable, éventuellement devant les

juridictions, organise et gère les œuvres de coopération, de mutualité et d'assistance de ses membres ainsi que les œuvres de retraite.

Il représente la profession d'expert comptable auprès de l'administration à laquelle il donne son avis sur toutes les questions dont elle le saisit, et auprès des organisations ou organismes internationaux poursuivant des buts analogues à ceux que lui assigne la présente loi.

Ainsi, cette situation de l'OEC à la fois juge et partie peut porter préjudice à sa mission de régulateur de la profession et par conséquent, avoir un impact négatif sur la qualité de certification des comptes des entreprises.

### ***1.3.2 L'indépendance de l'audit des comptes***

En plus de l'exercice de la mission du commissariat aux comptes, les experts comptables exercent une mission de conseil

Dahir n° 1-92-139 du 14 regeb 1413 (8 janvier 1993) portant promulgation de la loi n° 15-89 réglementant la profession d'expert comptable et instituant un ordre des experts comptables.

L'Ordre des experts comptables a pour objet d'assurer la sauvegarde des principes et traditions de moralité, de dignité et de probité qui font l'honneur de la profession d'expert comptable et de veiller au respect par ses membres des lois, règlements et usages qui régissent l'exercice de la profession.

Il admet dans la profession les experts comptables selon les formes et les conditions prévues par les articles 20, 21, 22 et 23 de la présente loi.

Il édicte tout règlement nécessaire à l'accomplissement de sa mission et établit le code des devoirs professionnels qui sera rendu applicable par le gouvernement.

L'Ordre assure, en outre, la défense des intérêts matériels et moraux de la profession d'expert comptable, éventuellement devant les juridictions, organise et gère les œuvres de coopération, de mutualité et d'assistance de ses membres ainsi que les œuvres de retraite.

Il représente la profession d'expert comptable auprès de l'administration à laquelle il donne son avis sur toutes les questions dont elle le saisit, et auprès des organisations ou organismes internationaux poursuivant des buts analogues à ceux que lui assigne la présente loi.

## **Section 2 : Contrôle et régulation de l'information financière**

### **2.1 Autorité et autonomie du CDVM**

Institué par le dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993, le CDVM est un établissement doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière.

En tant qu'autorité du marché, le CDVM a pour mission générale de protéger l'épargne investie en valeurs mobilières. Alors jusqu'à quel point le CDVM impose son autorité et jouit de son autonomie ?

En ce qui concerne l'autorité du CDVM, l'examen de la composition du conseil d'administration de cet établissement montre qu'il est présidé par le ministre des finances. Les autres membres issues de l'administration représentent :

- a. la Cours Suprême,
- b. la Direction du Trésor et Financements Extérieurs du Ministère des Finances,
- c. la Direction Monétaire et des Changes de Bank Al-Maghreb,
- d. la Direction des Etudes et des Prévisions Financières du Ministère des Finances,

Le privé quant à lui est représenté par :

- e. le président du CFG Group
- f. un chef d'entreprise,

g. le président de Maghrébeil,

Parmi les membres du conseil d'administration du CDVM figure un professeur universitaire.

Cette représentativité du conseil d'administration lui confère la qualité d'être ouvert sur toutes les sensibilités.

## **2.2 Moyens déployés par le CDVM pour le contrôle de l'IF**

Pour mener sa mission le CDVM dispose de moyens humains et financiers qui sont en deçà de ce qui se pratique ailleurs.

En effet, le CDVM dispose de 59 personnes réparties comme qui suit :

- a. 18 personnes sont destinées au département «administratif et organisation », soit 30% du total ;
- b. 14 personnes travaillent au sein du département « opérations et information », soit 24% du total ;
- c. personnes sont affectées au département « marchés et intervenants », soit 17% du total ;
- d. 10 personnes également pour le département « gestion d'actifs », soit 17% du total ; et
- e. le reste, c.à.d 7 personnes travaillent au sein de la direction générale, contrôle interne et développement, soit 12 % de l'effectif global.

Ainsi, il y a lieu de souligner que le département « opérations et information » qui intéresse de plus près l'information financière dispose seulement de 14 personnes répartis sur 4 services. D'où, la question de savoir si ces 14 personnes sont suffisantes pour contrôler et surveiller l'information financière émise par une soixantaine de sociétés cotées d'une part, et mener des enquêtes sur les fraudeurs d'autre part est posée.

En ce qui concerne le profil du personnel du CDVM, il y a lieu de souligner qu'il est constitué de 52 cadres (soit un taux d'encadrement de 88%) répartis comme suit :

- 16 cadres diplômés d'un 3<sup>ème</sup> cycle universitaire/doctorat national ;
- 15 cadres disposent d'un MBA/ écoles de commerce ;
- 11 ingénieurs ; et
- 10 cadres disposent d'un diplôme de bac +4.

Notons à cet égard que les profils spécialisés dans les finances ne représentent qu'une très faible proportion au sein du CDVM.

Pour ce qui est des moyens financiers dont dispose le CDVM pour mener sa mission, nous avons remarqué que les ressources financières couvrent à peine les charges de fonctionnement, ce qui laisse penser que le CDVM ne dispose pas d'assez de marge de manœuvre pour accomplir des investissements stratégiques en matière de contrôle de l'information financière. Le tableau ci-dessous donne les produits et charges d'exploitation et le résultat net du CDVM durant la période 2003/2005.

**Tableau 7** : Produits, charges et résultats financiers du CDVM<sup>70</sup>

<b>En milliers Dhs</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Produits</b>	26.908	42.000	40.381
<b>Charges</b>	21.954	24.835	25.643
<b>Résultat net</b>	4.477	- 652	1.606

La répartition des produits du CDVM selon les sources de recettes montre bien la dépendance financière du CDVM du dynamisme du marché boursier. La ventilation des produits est la suivante :

---

<sup>70</sup> Source CDVM

**Tableau 8** : ventilation des produits financiers du CDVM<sup>71</sup>

En milliers Dhs	2003		2004		2005	
<b>Produits</b>	<b>26.908</b>	<b>100%</b>	<b>42.000</b>	<b>100%</b>	<b>40.381</b>	<b>100%</b>
<b>Taxe parafiscale</b>	4.781	18%	6.219	15%	6.354	16%
<b>Commissions sur visas</b>	1.312	5%	8.769	21%	3.989	10%
<b>Commissions sur actif net d'OPCVM</b>	20.815	77%	27.012	64%	29.367	72%
<b>Commissions Maroclear</b>					671	2%

Cette dépendance financière de l'état de santé du marché boursier est largement imputable à la nature des produits. En effet,

- l'actif net des OPVCM conditionne la commission qui revient au CDVM;
- les opérations d'appel public à l'épargne déterminent les recettes relatives aux commissions sur visas ; et
- la redevance au titre de la taxe parafiscale est calculée sur la base des commissions perçues par la bourse à l'occasion des transactions boursières ;

Ainsi, nous constatons que parmi les recettes du CDVM aucune ressource n'est liée à sa mission de contrôle. Or, une telle recette pourrait constituer un facteur de motivation non négligeable pour pousser le personnel à fournir plus d'effort pour mener à bien sa mission de contrôle de la qualité de l'information financière.

---

<sup>71</sup> Source CDVM

De ce qui précède, nous pouvons déduire que l'autonomie financière du CDVM est fragile car elle dépend largement de la Bonne santé du marché boursier et qu'il ne dispose d'aucune ressource financière en relation avec sa mission de contrôle de l'information financière.

## **2.3 Pratiques et efficacité de contrôle**

Conformité de la législation du CDVM au regard des normes et principes internationaux, tels que édictés par l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV).

L'une des missions les plus sensibles du CDVM est le contrôle de l'information qui circule sur le marché financier. En effet, le CDVM veille sur l'information financière afin de permettre aux investisseurs de faire des placements dans de conditions de transparence et de sécurité.

Afin de compléter ce rôle de veille, le CDVM surveille les transactions boursières en vue de déceler les pratiques et comportements susceptibles de nuire à la sécurité des épargnants et à l'intégrité du marché. Ainsi, des enquêtes sont diligentées pour dénicher les délits boursiers dont notamment, le délit d'initié, la manipulation de cours et la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. A cet effet, le CDVM reçoit les plaintes des épargnants en ce qui concerne les opérations sur valeurs mobilières qui peuvent se traduire par des enquêtes pour vérifier le bien fondé de la plainte et prendre les mesures qui s'imposent.

Les principaux constats et l'analyse des deux missions de veille et de surveillance se présentent comme suit :

### **2.3.1 Mission de veille sur l'information**

***Visa des notes d'information d'opérations d'appel public à l'épargne***

Le CDVM a procédé au traitement de 90 opérations boursières pour un montant global d'environ 61 milliards de dirhams, au cours de la période 2002/2005. Ces opérations se répartissent comme le montre le tableau ci-dessous.

**Tableau 09** : Traitement des opérations boursières par le CDVM<sup>72</sup>

Nature de l'opération	2002		2003		2004		2005	
	nbr	MDH	Nbr	MDH	nbr	MDH	nbr	MDH
<b>Opérations d'APE, dont :</b>	<b>17</b>	<b>6.393</b>	<b>8</b>	<b>4.548</b>	<b>18</b>	<b>16.068</b>	<b>20</b>	<b>11.286</b>
Augmentation de capital	4	283	2	251	4	5.822	9	3.065
Emissions obligataires	9	2.100	5	1.352	9	4.280	6	2.250
Emissions de BT	4	1.253	1	642	5	4.384	5	3.963
<b>Autres opérations</b>	<b>2</b>	<b>677</b>	<b>5</b>	<b>1.540</b>	<b>9</b>	<b>16.577</b>	<b>11</b>	<b>3.804</b>
Introduction en bourse par cession d'action					2	9.711	2	370
Offres publiques	2	677	2	924	4	5.422	3	1.208
Rachat d'actions			3	616	3	1.444	6	2.226
<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>7.070</b>	<b>13</b>	<b>6.088</b>	<b>27</b>	<b>32.645</b>	<b>31</b>	<b>15.090</b>

Pour garantir un niveau de transparence acceptable le CDVM a mis en place un certain nombre d'actions qui se résument à :

- **publication de nouvelles circulaires** : en 2005, le CDVM a adopté trois nouvelles circulaires relatives aux informations exigées des émetteurs. La première circulaire n° 01/05 (en remplacement de la circulaire n°5/96) relatives aux règles déontologiques devant encadrer l'information au sein des sociétés cotées, vise à responsabiliser les émetteurs par rapport à l'objectif recherché par les règles déontologiques, plutôt de définir des modalités pratiques

<sup>72</sup> Source CDVM

dont l'efficacité est discutable. Pour les deux autres circulaires à savoir, la circulaire n°05/05, relative à la publication d'informations importantes et la circulaire n° 06/05 relative à la publication et à la diffusion d'informations financières par les personnes morales faisant APE, l'objectif est d'intégrer les dispositions introduites par les amendements législatifs entrés en vigueur en 2004. En particulier, les notions suivantes ont fait l'objet de dispositions spécifiques : la nouvelle définition de l'APE et les obligations d'information qui en découlent (l'obligation d'information est désormais généralisée à tous les émetteurs faisant APE) ; le principe de l'équivalence de l'information en cas d'APE multiple et l'obligation pour certains émetteurs d'établir et de procéder à la publication des comptes consolidés ( notamment les émetteurs d'obligations ou ceux cotés au premier compartiment).

- **Actions d'accompagnement et de sensibilisation** : malgré que le CDVM procède à des campagnes de sensibilisation au profit des émetteurs, des commissaires aux comptes, des analystes financiers et des actionnaires, cet effort reste timide car il ne concerne que des opérations ponctuelles qui ne s'inscrivent pas dans le cadre d'une stratégie à moyen et long terme. En effet, ces campagnes se résument à des réunions d'information sans être concrétisées par des actions concrètes pour améliorer la transparence du marché.

### ***2.3.2 Appréciation du respect des dispositions relatives à l'information financières***

Cette appréciation est basée sur trois volets qui sont :

- Exhaustivité et ponctualité des publications financières : malgré les efforts consentis par le CDVM dans ce volet, certaines entreprises ne respectent pas les délais réglementaires de publications financières. A ce titre des entreprises comme la société Papelera de Tetuan, Charaf Corporation, Salaf, Maghreb Steel, Central Automobil Chérifienne, Cetelem, BNP Paribas, Société Général France

et SFI ont enregistré des dépassements de délais en 2005.

En termes de contenu des publications financières, certains émetteurs cotés au niveau du premier compartiment n'étaient pas en mesure de respecter l'obligation réglementaire de consolider leurs comptes. Il s'agit notamment des entreprises telles que, Cosumar, CIH, Diac Salaf, Lesieur, ODEP, Sonasid et Samir. Ces entreprises ont demandé un délai supplémentaire pour se conformer à cette disposition.

➤ **Contrôle qualitatif des publications financières :**

l'analyse qualitative des états financiers en vue d'identifier les risques et les problèmes éventuels auxquels sont exposés les émetteurs et les investisseurs, montre de manière générale l'existence d'irrégularités comptables, le manque de clarté de certaines réserves émises par les commissaires aux comptes et l'insuffisance d'explications par les émetteurs quant à l'importance des variations enregistrées au niveau des bilans et comptes de résultat. A cet effet, le CDVM transmis ces remarques aux émetteurs concernés mais la suite réservée à ces anomalies n'est pas encore élucidée malgré que le CDVM a tenu des réunions avec certains émetteurs concernés.

➤ **L'information importante :** la plupart des communiqués de presse publiés par les émetteurs concerne principalement des commentaires sur les résultats annuels et semestriels enregistrés. Ainsi, un effort doit être consenti afin d'enrichir les informations importantes à diffuser aux investisseurs. En outre, le CDVM a procédé à la suspension de la cotation de certaines valeurs, dans l'attente de publication d'informations importantes. Les entreprises concernées sont la société Carnaud, Centrale Laitière, CIH, Sonasid, et Managem.

- **Les déclarations de franchissement de seuils de participation** : en ce qui concerne ce volet, le CDVM n'a pas enregistré de retard notable quant au délai de transmission de ces déclarations.

### **2.3.3 Mission de surveillance du marché**

Parallèlement à la mission de veille sur l'information financière, le CDVM surveille les transactions boursières.

**Outils de surveillance** : le principal outil de surveillance du marché dont dispose le CDVM est dit « SVM ». Il s'agit d'une application qui permet le contrôle en différé des transactions. Elle fournit des alertes, qui constituent une plate-forme indispensable pour la détection des fraudes sur le marché. Néanmoins, cette application nécessite des améliorations par l'élimination des bugs répétitifs.

Le principe consiste à un recoupement des données concernant les transactions avec les informations relatives aux donneurs d'ordre, lesquelles sont transmises par les sociétés de bourse et par les réseaux bancaires. Pour ce faire, une base de données relative aux donneurs d'ordres du réseau bancaire a été constituée et les données y sont chargées depuis janvier 2005. Concernant les sociétés de bourse, un module a été finalisé en 2005 qui vise à automatiser le contrôle de cohérence des données avant le chargement des fichiers.

Ces outils ont été complétés par deux bases de données : la première nommée « personnes sensibles » contient la liste des personnes dont le comportement sur le marché boursier doit faire l'objet d'une attention particulière. La deuxième base dénommée « suivi des recommandations » permet le rapprochement entre le comportement d'une valeur sur le marché et les recommandations effectuées sur ladite valeur.

Cependant, ces outils ne sont qu'au début de leur exploitation et leur efficacité reste à démontrer. Par ailleurs, on note l'absence d'une interface entre le CDVM et l'Ordre des Experts Comptables et qui

pourrait être d'une grande utilité afin de permettre au CDVM de réagir en temps opportun.

**Appréciation de l'activité de surveillance** : l'activité de surveillance au cours de la période 2004 /2005 se résume comme qui suit :

**Tableau 10** : Statistiques de l'activité de surveillance <sup>73</sup>

Délits suspectés	2004				2005			
	Nb	Suite donnée			Nb	Suite donnée		
		Transmis aux enquêtes	Classé	Sous surveillance		Transmis aux enquêtes	Classé	Sous surveillance
Délit d'initié	21	6	9	6	28	7	19	2
Manœuvre sur le cours	12	2	9	1	19	2	12	5
Information fausse ou trompeuse	1	1	0	0	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>34</b>	<b>9</b>	<b>18</b>	<b>7</b>	<b>47</b>	<b>9</b>	<b>31</b>	<b>7</b>

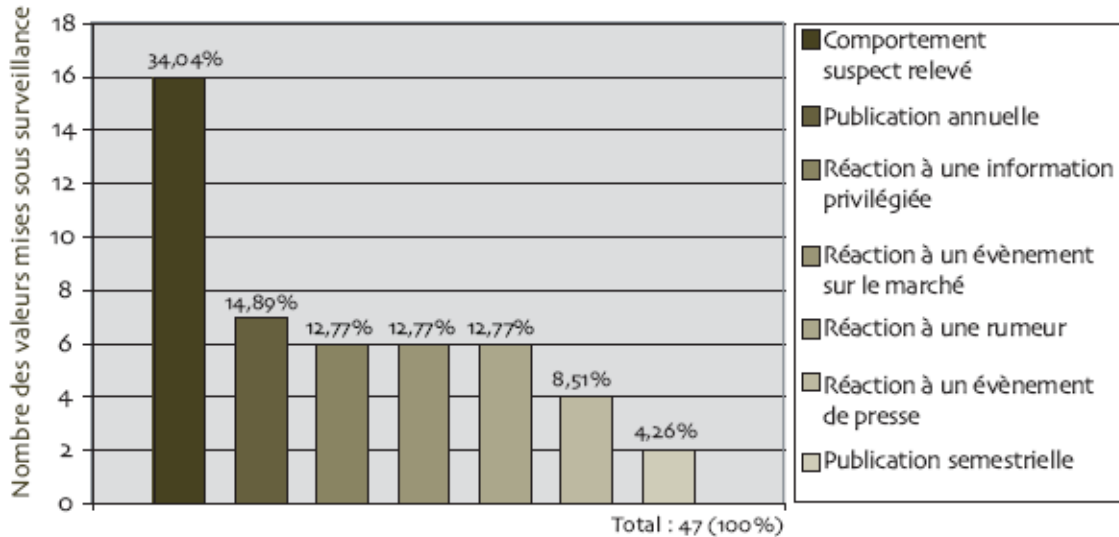
Ainsi, les dossiers relatifs au délit d'initié viennent au premier rang, suivis par les manœuvres sur le cours et en dernier lieu on trouve l'information fausse ou trompeuse. Suites aux enquêtes réalisées par le CDVM, les dossiers sont soit classés soit les valeurs concernées restent sous surveillance.

La figure ci-dessous résume la répartition du nombre de valeurs mises sous surveillance par délit suspecté au cours de l'année 2005.

<sup>73</sup> Source : CDVM

**Graphe 3** : répartition des valeurs mises sous surveillance par délit suspecté en 2005<sup>74</sup>

Les motifs de mise sous surveillance se déclinent comme suit :



source : CDVM

Grâce à la surveillance en ligne le CDVM a pu détecter plusieurs motifs ayant conduit à la mise en surveillance de certaines valeurs. Ainsi, il y a lieu de noter que l'observation de comportements suspects reste le motif prédominant. Pour le reste on note des motifs tels que la publication annuelle, la réaction à une information privilégiée et à un évènement sur le marché. Des motifs de moindre importance tels que la réaction à un évènement de presse et la publication semestrielle sont également concernés.

Concernant la typologie des délits recherchés, 62% des cas étaient liés à des utilisations éventuelles d'informations privilégiées comme le montre le tableau ci-dessous.

<sup>74</sup> Source : CDVM

**Tableau 11** : Typologie des délits

<b>Délit recherché</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Entrave au fonctionnement du marché	1	2	4
Délit d'initié	6	8	8
Autres infractions		1	1
<b>total</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>13</b>

Selon, le CDVM cette prépondérance du délit d'initié s'explique probablement par la corrélation, qui se confirme sur le marché entre les résultats d'une entreprise et l'évolution de ses cours.

### **Section 3 : Traitement et analyse de l'information financière**

#### **3.1 Fiabilité de l'information financière**

A quoi les analystes financiers sont sensibles ?

**Tableau 12** :

% Analyse économique

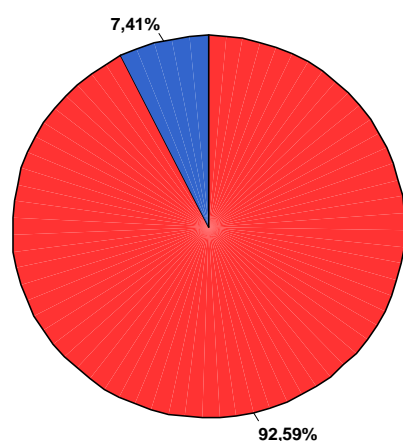
	Fréquence	%
Oui	22	81,5
Non	5	18,5
Total	27	100,0

**Tableau 13** :

% Analyse financière ou comptable

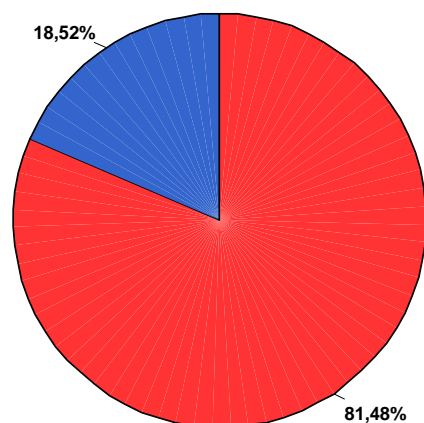
	Fréquence	%
Oui	25	92,6
Non	2	7,4
Total	27	100,0

**Graphe 4** : répartition des % d'utilisation de l'analyse économique



**Analyse financière ou comptable**  
 Oui  
 Non

Les secteurs montrent effectifs



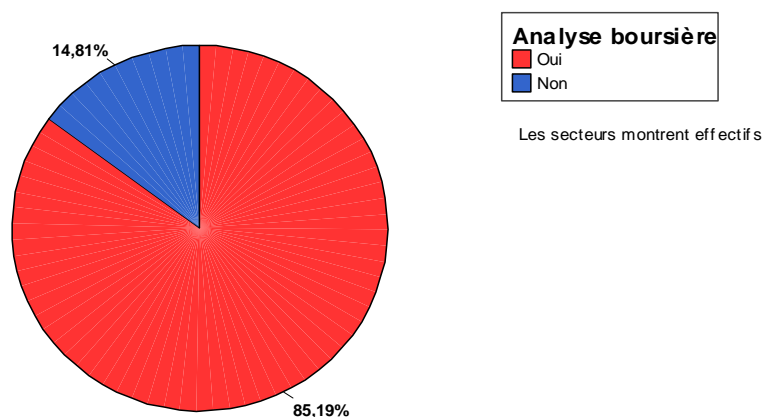
**Analyse économique**  
 Oui  
 Non

Les secteurs montrent effectifs

Parmi les analystes financiers recensés 81.5% ont déclarés qu'ils recourent à une analyse économique. D'autre part 92.6 % de cette même population accordent plus d'intérêt à l'analyse financière et comptable. Cela montre évidemment la prédominance du raisonnement financier et comptable dans les analyses produites.

**Tableau 14** : % d'usage de l'analyse boursière

	Fréquence	%
Oui	23	85,2
Non	4	14,8
Total	27	100,0



Par ailleurs seulement 85.2% utilisent l'analyse boursière des indices et ratios pour produire des notes et des rapports.

Il est à noter que les trois méthodes d'analyse financière sont utilisées simultanément par les analystes mais l'enquête a montré qu'il y a une légère préférence pour l'analyse financière ce qui nous pousse à conclure que le métier de l'analyste financier est exercé avec une légère préférence pour la technicité financière.

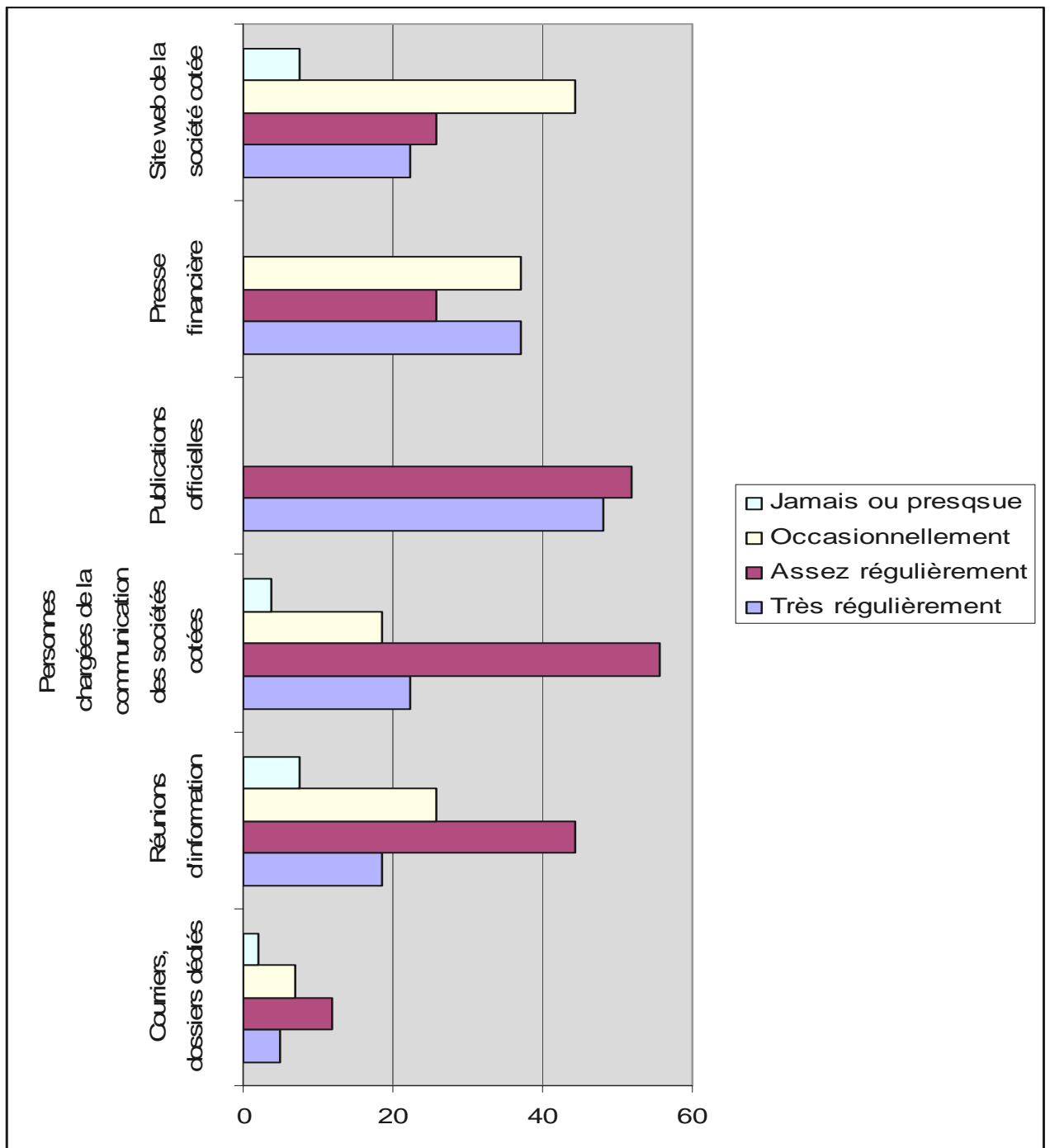
Quelles sont les sources utilisées ?

La fiabilité de l'information financière ne peut être dissociée des sources dont elle est puisée. De la crédibilité et de l'authenticité de la source dépend la qualité et le degré d'exactitude de l'information financière.

**Tableau 15** : source d'Information des analystes financiers

	courrier ou dossiers dédiés en %	Réunions d'information en %	Personnes chargées de la communication des sociétés cotées en %	Publications officielles en %	Presse financière en %	Site web de la société cotée en %
<b>Très régulièrement</b>	18,5	22,2	22,2	48,1	37	22,2
<b>Assez régulièrement</b>	44,4	55,6	55,6	51,9	25,9	25,9
<b>Occasionnellement</b>	25,9	18,5	18,5		37	44,4
<b>Jamais ou presque</b>	7,4	0	0	0	0	7,4
<b>SO</b>	3,7	3,7	3,7	0	0	0
<b>Total</b>	100	100	100	100	100	100

**Graphe 7 :** Répartition des sources d'information des analystes financiers



Nous déduisons de l'analyse des statistiques ci-dessus que les analystes financiers préfèrent recourir directement aux responsables de la communication financière au près des sociétés cotées pour cueillir l'information financière. En deuxième lieu vient les publications officielles comme source principale d'information. Par ailleurs, les

réunions d'information et la presse financière viennent en troisième position en tant que sources auxquelles il est recouru avec. Enfin il est constaté que les analystes financiers utilisent peu ou rarement les sites web des sociétés cotées ce qui attire l'attention sur le degré de crédibilité des contenus de ces sites.

Nous concluons par un constat que les sources non officielles sont peu utilisées (site web, presse etc), ce qui nous mène à dire que les analystes financiers sont conscients de cette question de la fiabilité de l'information qui dépend en partie de la source dont elle est puisée.

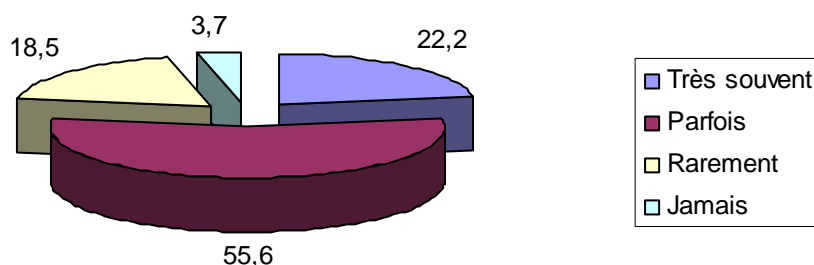
### **3.2 Accessibilité et communication de l'information financière**

Quels sont les procédés et les canaux suivis par les analystes financiers pour accéder à l'information financière ?

**Tableau 16 :** Déplacement des analystes financiers auprès des entreprises cotées pour le complément d'information

	<b>Fréquence</b>	<b>%</b>
<b>Très souvent</b>	6	22,2
<b>Parfois</b>	15	55,6
<b>Rarement</b>	5	18,5
<b>Jamais</b>	1	3,7
<b>Total</b>	27	100,0

**Graphe 8 :** Répartition des % des fréquences de déplacement auprès des sociétés cotées



A défaut de recourir à une communication financière personnalisée auprès des analystes financiers ces derniers optent par le déplacement aux sociétés cotées. 55,6 % déclarent faire des déplacements pour des compléments d'information.

### Les interlocuteurs des analystes financiers au sein des entreprises cotées

**Tableau 17 :**

Responsable de la  
Communication financière

	Fréquence	%
Oui	19	70
Non	8	30
Total	27	100,0

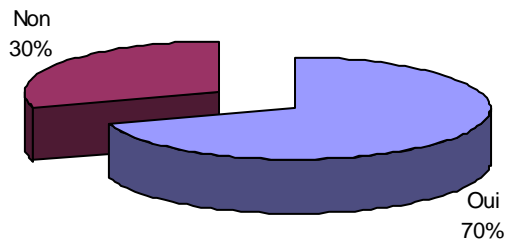
**Tableau18 :**

Directeur financier

	Fréquence	%
Oui	21	77,8
Non	6	22,2
Total	27	100,0

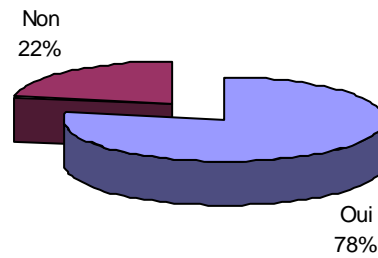
**Graphe 9 :**

Responsable de la  
Communication financière



**Graphe 10 :**

Directeur financier



**Tableau 19**

**Directeur Général DG**

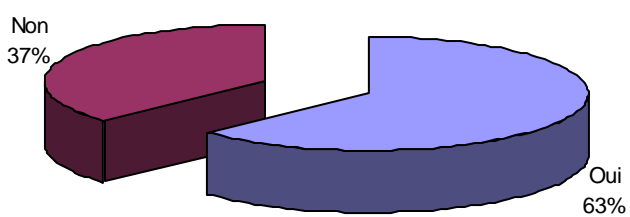
	Fréquence	%
<b>Oui</b>	17	63,0
<b>Non</b>	10	37,0
<b>Total</b>	27	100,0

**Tableau 20**

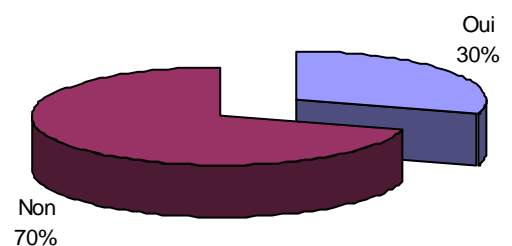
**PDG**

	Fréquence	%
<b>Oui</b>	8	29,6
<b>Non</b>	19	70,4
<b>Total</b>	27	100,0

**Graphe 11 : DG**



**Graphe 12 : PDG**



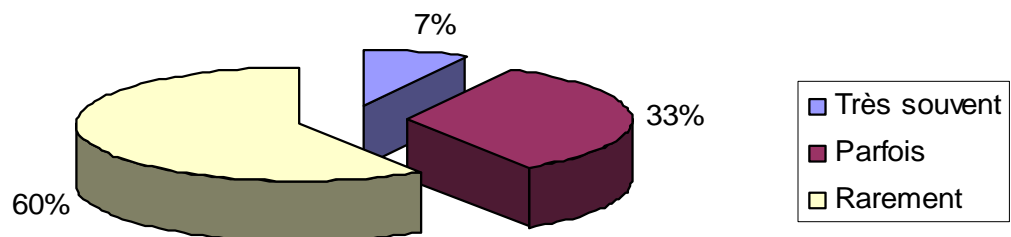
Nous avons constaté que les interlocuteurs des analystes financiers dans leurs visites sont à 77.8% les directeurs financiers contre seulement 70.4% pour les responsables de la communication financières. Cela montre l'implication de la gouvernance des entreprises ce qui crée un climat de confusion entre les obligations légales et les pratiques suivies.

Comment ils évaluent les stratégies de communication financière des sociétés cotées ?

**Tableau 21** : Pratique des sociétés cotées de la communication financière  
« One to one » auprès des analystes financiers

	Fréquence	%
Très souvent	2	7,4
Parfois	9	33,3
Rarement	16	59,3
Total	27	100,0

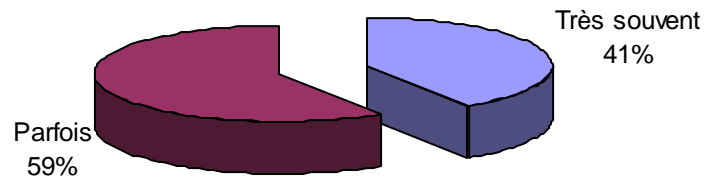
**Graphe 13** : Evaluation de la communication « one to one » des sociétés cotées



**Tableau 22** : Organisation des conférences de presse  
D'information financière par les sociétés cotées

	Fréquence	%
<b>Très souvent</b>	11	40,7
<b>Parfois</b>	16	59,3
<b>Total</b>	27	100,0

**Graphe 14** : Organisation les conférences de presse par les sociétés cotées



Jusqu'à quelle limite la communication financière peut contribuer à la transparence de l'information financière ?

Dans toutes les théories de la communication le canal de la transmission de l'information joue un rôle prépondérant. De l'accessibilité de ce canal et de la facilité de son utilisation dépend le

contenu de l'information véhiculée. Cela s'applique également dans le domaine de l'information financière.

La communication financière exerce une influence directe sur la transparence de l'information financière. Nous enregistrons ici deux niveaux en matière de pratiques des sociétés cotées. Premièrement, celles qui n'agissent pas en fonction d'une stratégie de communication financière claire. Cela est montré par la confusion qui plane encore entre les rôles du responsable de la communication financière et le directeur financier et le directeur général. Dans les visites des analystes financiers aux sociétés cotées à 77,8 % des cas ils recourent aux directeurs financiers en tant qu'interlocuteurs au lieu de 70,2 pour les responsables de communication.

Nous justifions ces pratiques par la culture régnant au sein de l'entreprise favorisée par les choix de la gouvernance d'une part. D'autre part c'est la traduction simple de l'absence d'une stratégie de communication financière.

Le deuxième niveau qui affecte lui aussi la transparence de l'information financière réside dans le choix stratégique des sociétés cotées. En fait, la stratégie de communication financière s'elle existe ne constitue qu'une composante de la stratégie de communication institutionnelle véhiculant l'image de l'entreprise. Dans ce contexte la transparence de l'information financière est conditionnée du degré d'éthique auquel l'entreprise est soumise vis-à-vis de ces partenaires et spécialement des investisseurs qui en constituent les clients à desservir dans le secteur boursier.

### **3.3 Disponibilité et pertinence de l'information financière**

C'est quoi une information pertinente pour les analystes financiers ?

Selon l'OCDE l'information pertinente pour une entreprise faisant appel public à l'épargne peut être appréhendée dans la nomenclature ci après :

- Les résultats financiers et les résultats d'exploitation
- Les Objectifs de l'Entreprise
- Les principaux détenteurs du Capital social
- Les membres du conseil d'administration
- Les facteurs de risques
- Les informations pertinentes sur les salariés
- Les structures de l'organisation.
- La stratégie de l'entreprise

Au cours de notre entretien avec le président de la SMAF nous avons enregistré que cette nomenclature constitue la base et la matière première nécessaire pour accomplir le travail de traitement et d'analyse de l'information financière.

En fait, toute opération d'analyse financière cible connaître la vision stratégique de l'entreprise en vue de dégager les idées fortes au même titre que d'avoir les données relatives aux marges par secteur d'activités, voire produit par produit etc.

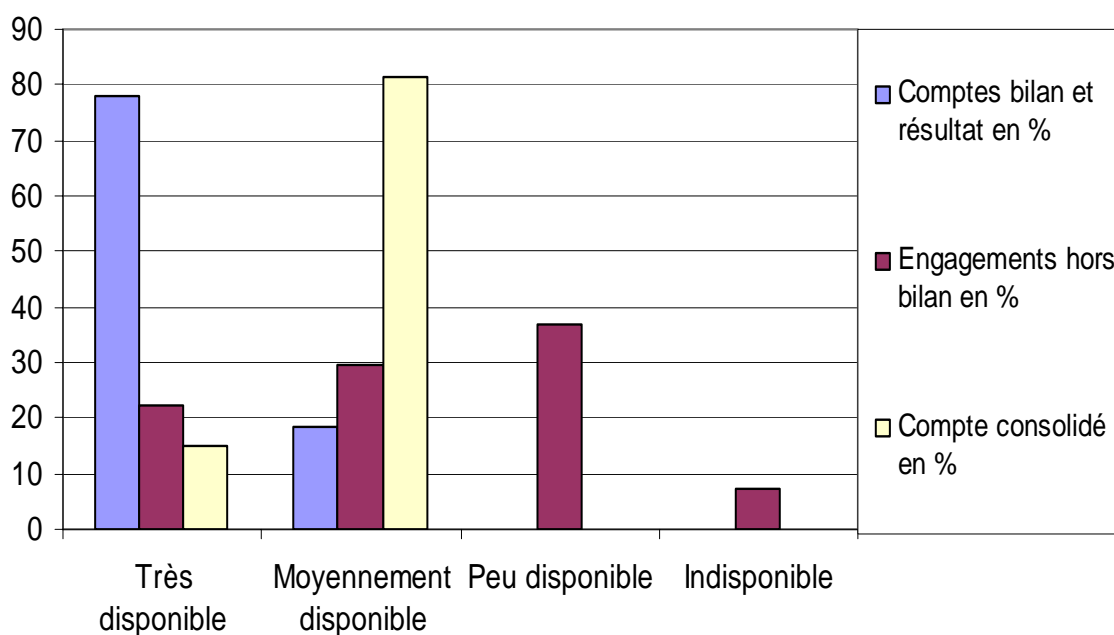
Ainsi, l'évaluation de degré de disponibilité de l'information pertinente renseigne sur l'état des lieux de la transparence de l'information financière.

Comment ils perçoivent le degré de disponibilité des l'information financière pertinente ?

**Tableau 23** : La disponibilité de l'information pertinente : Bilan, engagement hors bilan et compte consolidé

Disponibilité	Comptes bilan et résultat en %	Engagements hors bilan en %	Compte consolidé en %
Très disponible	77,8	22,2	14,8
Moyennement disponible	18,5	29,6	81,5
Peu disponible	0	37,0	0
Indisponible	0	7,4	0
SO	3,7	3,7	3,7
Total	100,0	100,0	100,0

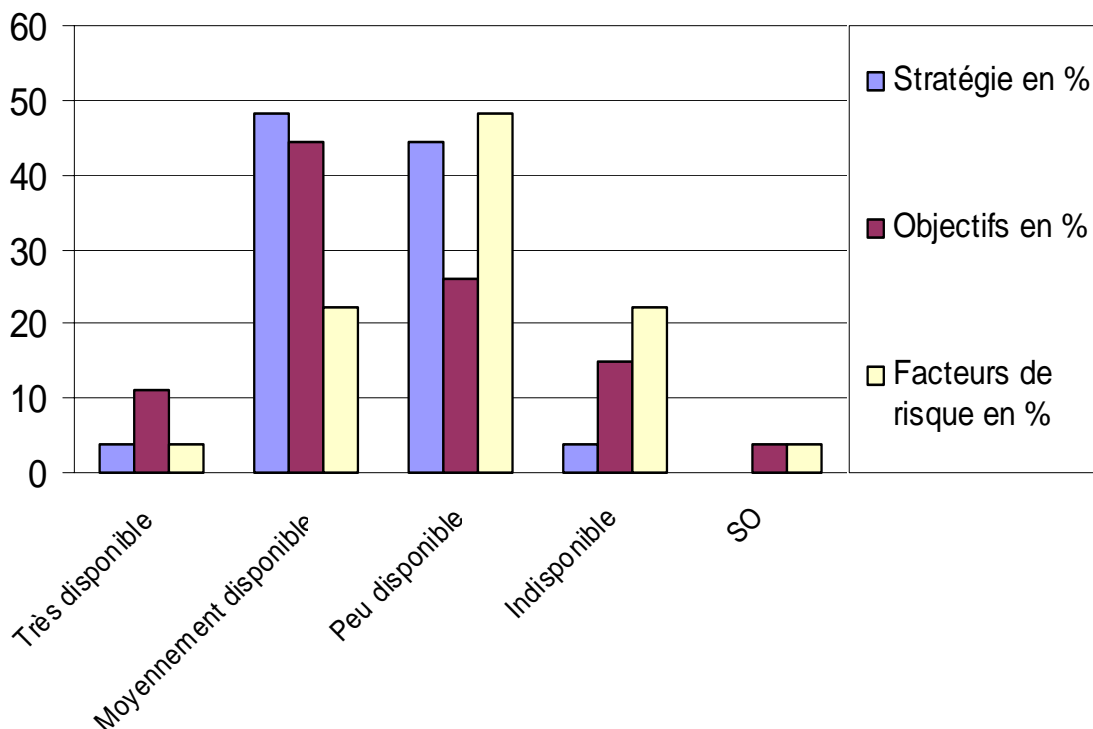
**Graphe 15** : disponibilité de l'information pertinente : Bilan, engagement hors bilan et compte consolidé



**Tableau 24** : Disponibilité de l'information pertinente Objectifs de l'entreprise : stratégie, objectifs et facteurs de risque de l'entreprise cotée

	Stratégie en %	Objectifs en %	Facteurs de risque en %
Très disponible	3,7	11,1	3,7
Moyennement disponible	48,1	44,4	22,2
Peu disponible	44,4	25,9	48,1
Indisponible	3,7	14,8	22,2
SO		3,7	3,7
Total	100,0	100,0	100,0

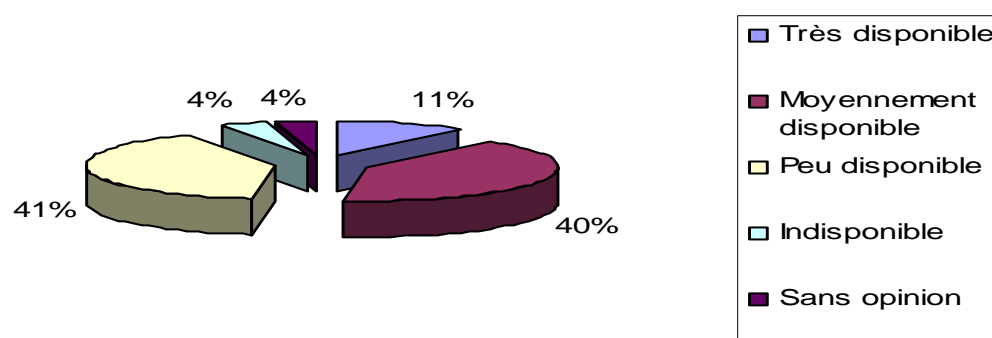
**Graphe 16** : Disponibilité de l'information pertinente Objectifs de l'entreprise : stratégie, objectifs et facteurs de risque de l'entreprise cotée



**Tableau 25** : Disponibilité d'information sur les Transactions ou partenariat effectués avec des parties liées

	Fréquence	%
Très disponible	3	11,1
Moyennement disponible	11	40,7
Peu disponible	11	40,7
Indisponible	1	3,7
SO	1	3,7
Total	27	100,0

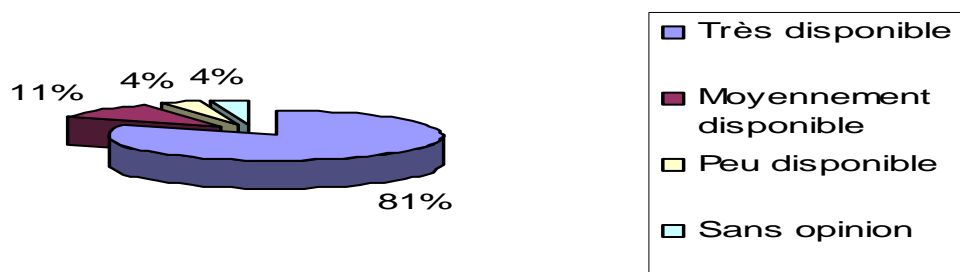
**Graphe 17** : Disponibilité d'information sur les Transactions ou partenariat effectués avec des parties liées



**Tableau 26** : disponibilité d'information sur les principaux détenteurs du capital social

	Fréquence	%
Très disponible	22	81,5
Moyennement disponible	3	11,1
Peu disponible	1	3,7
SO	1	3,7
Total	27	100,0

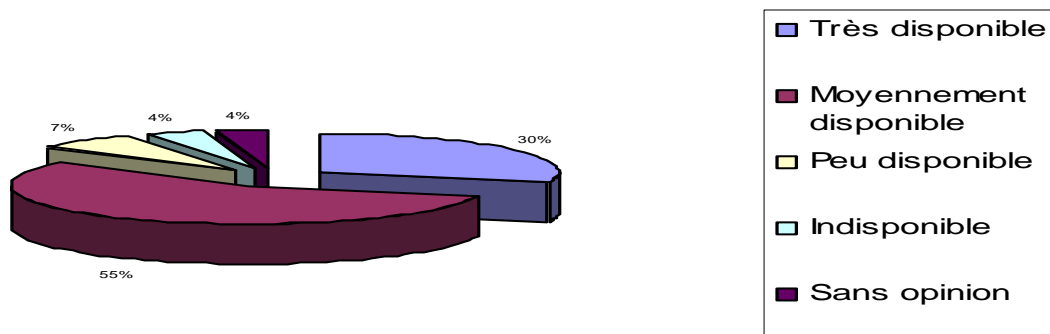
**Graphe 18** : disponibilité d'information sur les principaux détenteurs du capital social



**Tableau 27 : Disponibilité Informations sur les membres du conseil d'administration et des principaux dirigeants de l'entreprise**

	Fréquence	%
Très disponible	8	29,6
Moyennement disponible	15	55,6
Peu disponible	2	7,4
Indisponible	1	3,7
SO	1	3,7
Total	27	100,0

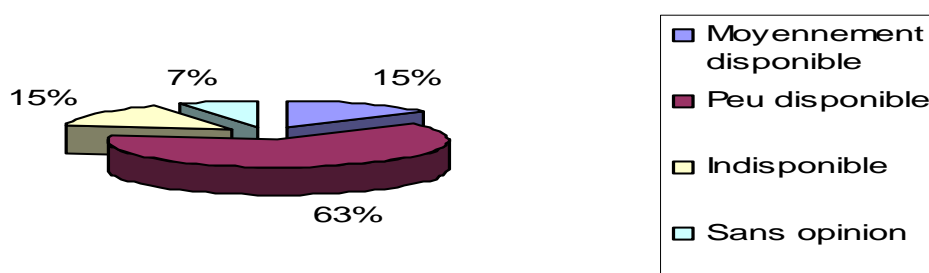
**Graphe 19 : Disponibilité Informations sur les membres du conseil d'administration et des principaux dirigeants de l'entreprise**



**Tableau 28** : Information pertinente sur les salariés

	Fréquence	%
Moyennement disponible	4	14,8
Peu disponible	17	63,0
Indisponible	4	14,8
SO	2	7,4
Total	27	100,0

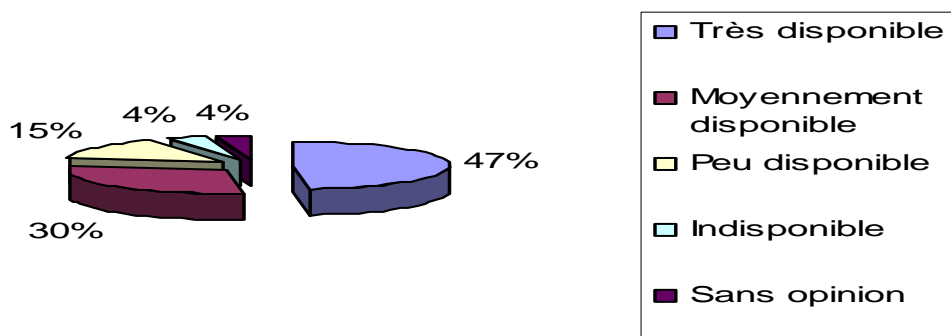
**Graphe 20** : Information pertinente sur les salariés



**Tableau 29** : information pertinente sur les structures d'organisation

	Fréquence	%
Très disponible	13	48,1
Moyennement disponible	8	29,6
Peu disponible	4	14,8
Indisponible	1	3,7
SO	1	3,7
Total	27	100,0

### Graphe 21 : information pertinente sur les structures d'organisation

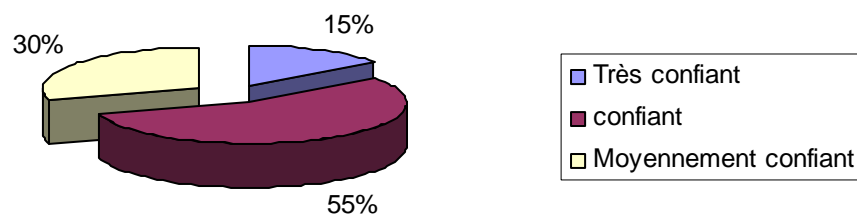


Quelle fiabilité et crédibilité accordent-ils à l'information financière disponible?

**Tableau 30** : Degré de confiance accordé à la fiabilité de l'information financière disponible

	Fréquence	%
Très confiant	4	14,8
Confiant	15	55,6
Moyennement confiant	8	29,6
Total	27	100,0

**Graphe 22** : Degré de confiance accordé à la fiabilité de l'information financière disponible



L'appréciation globale sur le degré de confiance ç la fiabilité de l'information financière disponible montre un certain optimisme de la part des analystes financiers. 55 % déclarent être confiant alors que 30% sont moyennement confiant ce qui peut se justifier positivement quant à l'avenir de ce secteur. D'autre part ça montre un état d'esprit qui caractérise les analystes financiers travaillant dans le domaine qui sont majoritairement des jeunes enthousiasmés.

### 3.4 Forme et contenu des états financiers

**Tableau 31** : Présentation des états financiers

	Fréquence	%
<b>Très satisfait</b>	1	3,7
<b>Satisfait</b>	21	77,8
<b>Moyennement satisfait</b>	4	14,8
<b>SO</b>	1	3,7
<b>Total</b>	27	100,0

### Graphe 23 Présentation des états financiers

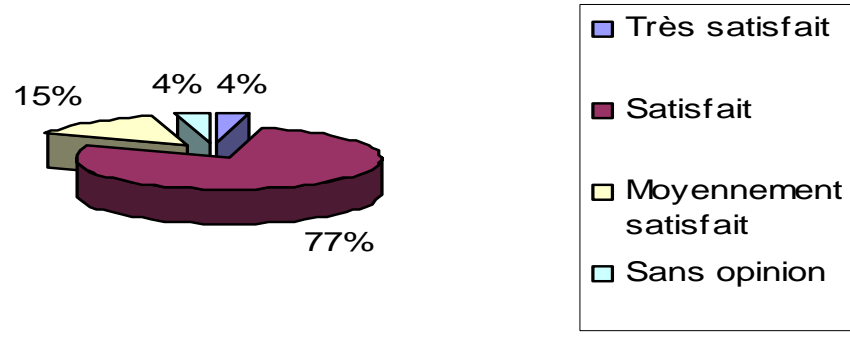
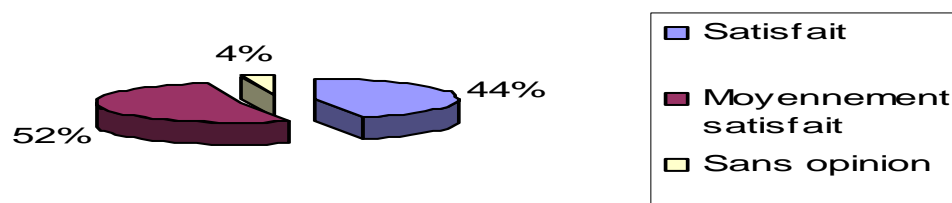


Tableau 32 : Volume

	Fréquence	%
Satisfait	12	44,4
Moyennement satisfait	14	51,9
SO	1	3,7
Total	27	100,0

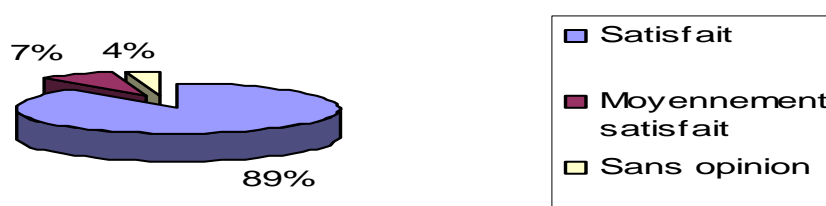
Graphe 24 : Volume



**Tableau 33 : Mise en page**

	Fréquence	%
Satisfait	24	88,9
Moyennement satisfait	2	7,4
SO	1	3,7
Total	27	100,0

**Graphe 25 : Mise en page**

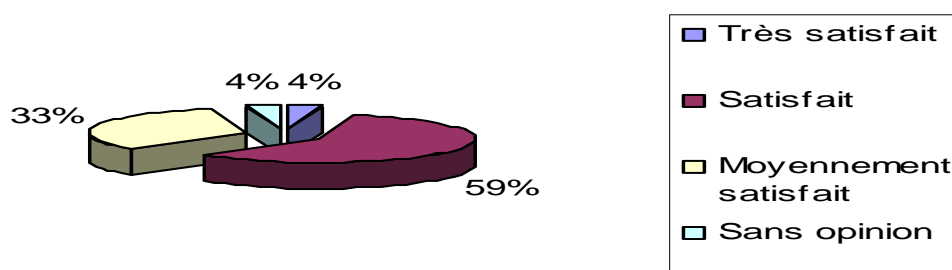


Même si la présentation générale et la mise en page sont jugées satisfaisantes, respectivement à 70 % et 89 %, les volumes des états financiers sont souvent dissuasifs. Les documents sont beaucoup trop longs et découragent les lecteurs.

**Tableau 34 : Facilité de lecture**

	Fréquence	%
Très satisfait	1	3,7
Satisfait	16	59,3
Moyennement satisfait	9	33,3
SO	1	3,7
Total	27	100,0

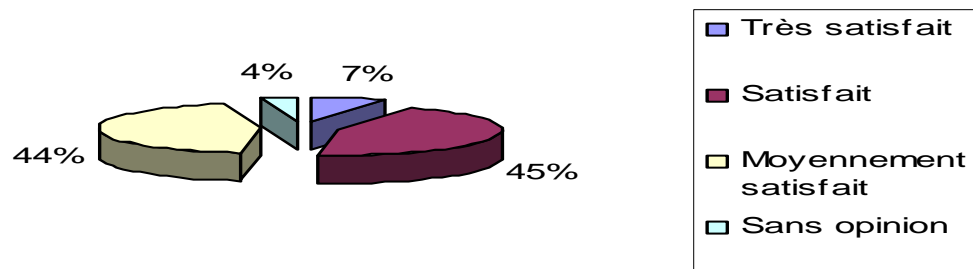
**Graphe 26 : Facilité de lecture**



**Tableau 35 : Clé de lecture**

	Fréquence	%
Très satisfait	2	7,4
Satisfait	12	44,4
Moyennement satisfait	12	44,4
SO	1	3,7
Total	27	100,0

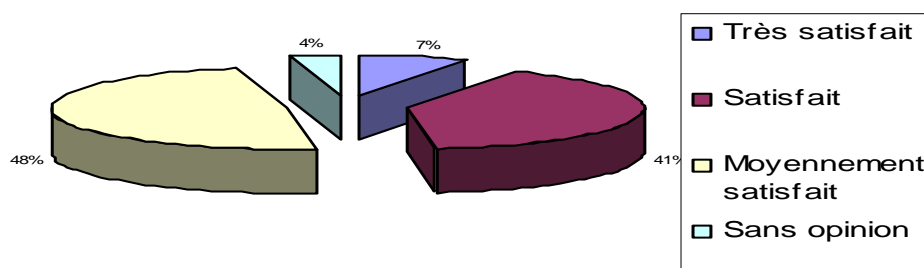
**Graphe 27 : Clé de lecture**



**Tableau 36 : Hiérarchisation de l'information financière**

	Fréquence	%
Très satisfait	2	7,4
Satisfait	11	40,7
Moyennement satisfait	13	48,1
SO	1	3,7
Total	27	100,0

**Graphe 28 Hiérarchisation de l'information financière**



Les éléments relatifs à la clarté, à la facilité de lecture ainsi que la hiérarchisation de l'information de l'information financière sont jugés globalement moyennement satisfaisants. Cela mets le point sur la nécessité d'organiser les états publiés de manière claire et précise pour que les éléments utiles et attendus par les analystes financiers soient présentés en premier en l'occurrence les informations qui peuvent sembler alarmistes, voire dissuasives.

## **Analyse forme et contenu**

### PRÉSENTATION

- Nécessité de donner envie de lire les documents d'information. Deux aspects importants à ce titre : Volume du document (6 pages maximum) Mise en page : animer avec de la couleur, des visuels, aérer, donner du rythme.
- Faciliter la lecture en ayant à l'esprit que la présentation est au service du contenu : aider au repérage de l'information en hiérarchisant avec indication de clé de lecture.

### CONTENU

Doit concilier besoin d'information, sérieux et attrait

- Nécessité d'une information qui se mette à la portée et au service des analystes en intégrant leurs besoins pour l'accomplissement de leurs missions.

L'entreprise doit être guidée par une orientation client en vue de véhiculer une information adaptée aux attentes des ces usagers. Cela évidemment dans le respect des principes de neutralité et de la transparence à savoir :

- l'honnêteté en mettant par exemple en balance les risques avec les avantages.
- L'accessibilité et le sérieux en donnant des exemples pour plus de clarté.
- La concision dans la présentation de l'entreprise.

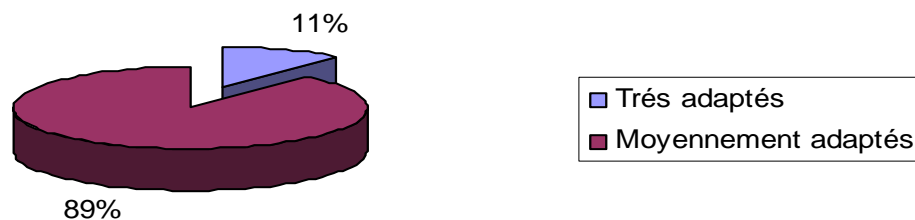
### 3.5 Evaluation de la périodicité de la diffusion de l'IF

Degré d'adaptation des délais légaux pour la publication des états financiers.

**Tableau 37** : Jugement du délai légal de la diffusion des états financiers des sociétés cotés à la BVC

	Fréquence	%
Très adaptés	3	11,1
Moyennement adaptés	24	88,9
Total	27	100,0

**Graphe 29** : Jugement du délai légal de la diffusion des états financiers des sociétés cotés à la BVC



89 % des analystes financiers consultés estiment que les délais légaux prévus pour la publication des états financiers des émetteurs sont moyennement adaptés. Le délai de trois mois accordé après la

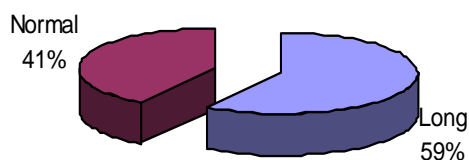
clôture de chaque semestre est censé être revue pour garantir une publication au temps opportun pour les usagers.

Evaluation des pratiques suivis par les sociétés cotées dans la publication des états semestriels annuels ?

**Tableau 38** : Information semestrielle

	Fréquence	%
<b>Long</b>	16	59,3
<b>Normal</b>	11	40,7
<b>Total</b>	27	100,0

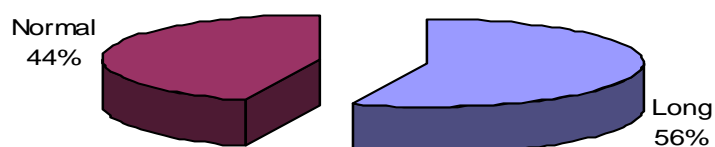
**Graphe 30** Information semestrielle



**Tableau 39** : Information annuelle

	Fréquence	%
<b>Long</b>	15	55,6
<b>Normal</b>	12	44,4
<b>Total</b>	27	100

### Grphe 31 Information annuelle



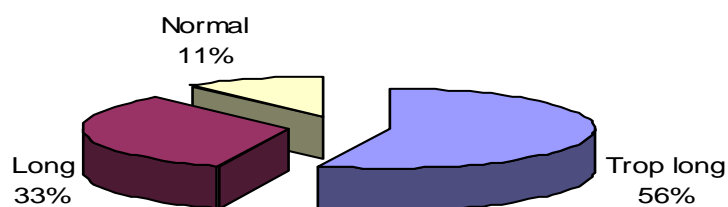
Le diagnostic de pratiques suivies par les émetteurs en matière de publication des états financiers montre la lenteur qui caractérise cette opération de publication. 59% de la population estime la publication des états semestriels longue tandis que 56% ont répondu de même pour l'information annuelle. Cela nous mène à penser aux moyens de sanction déployés par le CDVM pour corriger lesdites pratiques.

Respect des publications des informations importantes

**Tableau 40** : Information importante

	Fréquence	%
Normal	2	7,4
Long	4	14,8
Très long	21	77,8
Total	27	100,0

### Graphe 32 : Information importante



Une grande partie des analystes financiers (56%) constatent que la publication des informations importantes est très longue. Vu l'intérêt de ce type d'information financière, les pratiques de émetteurs sont appelées à s'améliorer. Dans ce contexte les mesures de sanction du CDVM sont à activer.

### 3.6 Qualité du traitement de l'information financière

Organisation du métier de l'analyste financier

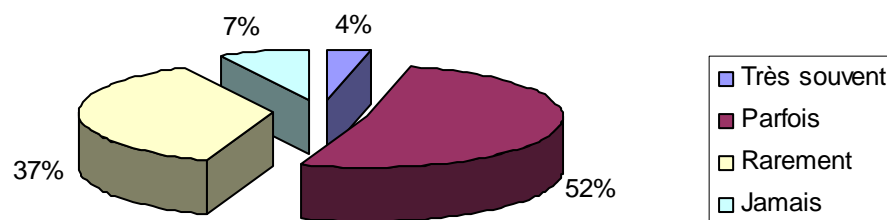
Aujourd'hui le métier de l'analyste financier au Maroc, n'est pas régi par un statut qui organise les formalités et les modalités de son exercice. Certes la SAMF joue pour le moment, le rôle de représentativité de ce corps vis à vis des instances et des acteurs sur le marché. Mais son action ne peut se substituer à un organisme agissant en vertu d'une loi pouvant encadrer et organiser le métier tel que c'est le cas dans le modèle français.

Dans ce cadre nous signalons que les investisseurs particuliers ne sont pas protégés dans leur relation avec les intermédiaires.

**Tableau 41** : Existence d'écart entre l'information financière diffusée au public et celle traitée par l'analyste financier

	Fréquence	%
Très souvent	1	3,7
Parfois	14	51,9
Rarement	10	37,0
Jamais	2	7,4

**Grphe 33** Existence d'écart entre l'information financière diffusée au public et celle traitée par l'analyste financier



Le degré d'appréciation globale de la transparence de l'information financière publiée pour le grand public des investisseurs est perçu dans les réponses des analystes financiers quant aux écarts constatés entre l'information qu'ils traitent et celle diffusée publiquement. 52 % de la population ciblée estime que cette divergence provient parfois alors que 37 % déclarent que cela ne survient que rarement.

En parallèle à cette question et celle relative au degré de confiance accordé à la problématique de transparence de

l'information nous concluons que les professionnels de l'information n'expriment pas des grosses craintes en rapport avec cette question. Néanmoins des soucis sont émis dans l'optique d'améliorer la transparence de l'information financière qui conditionne le regain de confiance de la part des investisseurs pour la conclusion des transactions boursières.

### **Les procédés et les moyens déployés pour la vulgarisation de l'information financière.**

Selon les spécialités du secteur financier les moyens utilisés pour la vulgarisation de l'information financière diffèrent. Généralement ils peuvent être :

- Des notes et des tableaux de bord diffusés au public
- Des mails et des opérations de communication one to one
- Des flashes d'information
- Des articles de presse
- Etudes fondamentales
- Organisation de palmarès de la communication financière
- Publication et analyses des indices
- Détailler les termes financiers non habituels et expliquer les méthodes de valorisation retenues

### **Conclusion**

Mettre en évidence les zones d'ombre qui affectent la transparence de l'information financière au Maroc n'est pas une tâche facile. Un diagnostic auprès des principaux acteurs impliqués dans le processus de la production, le contrôle, la diffusion et l'analyse de l'information financière, nous a permis de recueillir les données qui nous serviront pour une première analyse débouchant sur les éléments et les facteurs qui influencent la transparence de l'information financière.

Une analyse plus globale du secteur boursier fait sortir le besoin de s'inspirer des expériences internationales pionnières dans le

domaine en vue de mettre en place un cadre institutionnel approprié rassurant et garantissant la circulation d'une information financière de qualité. En parallèle l'adaptation de la législation aux contraintes de contrôle et de la publication des états financiers est en mesure d'améliorer l'efficacité et l'efficience du fonctionnement des mécanismes de contrôle et de la régulation. Cela peut être atteint avec le renforcement de l'autorité et de l'autonomie du CDVM et une régulation adapté aux standards internationaux du métier du commissariat au compte.

Par ailleurs, la promotion du secteur boursier marocain qui ne peut être pas dissociée de la transparence de l'information financière, reste subordonnée en grande partie par une meilleure organisation du métier de l'analyste financier. Ce dernier à qui incombe la mission d'assistanat et de conseil à la fois des investisseurs et des sociétés cotées, constitue un maillon sensible dans la chaîne d'appréciation de la transparence de l'information financière. Ceci dit que parfois le caractère subjectif de quelques analyses peut affecter certaines vérités influençant par la suite le cours des titres boursier que ça soit à la hausse ou à la baisse. Cela nous mène à conclure, dans un souci de recherche d'objectivité, que les réponses aux questions de la transparence sont à recueillir auprès de l'ensemble des intervenants de la chaîne de l'information financière qui commence par la production en passant les étapes de contrôle et de diffusion pour terminer avec les différentes opérations de traitement et d'analyse qui peut emprunter diverses formes que ca soit des articles de presse, des notes d'information ou des rapport de synthèse.

**L'analyse des données collectées** qui fait l'objet du chapitre suivant, est basée sur l'approche PESTEL et **la méthode SWOT**. Ces outils constituent une **échelle de mesure du degré de la transparence de l'information financière**.

## **CHAPITRE III : Analyse du processus de la transparence de l'information financière**

### **Section 1 : Transparence de l'information financière**

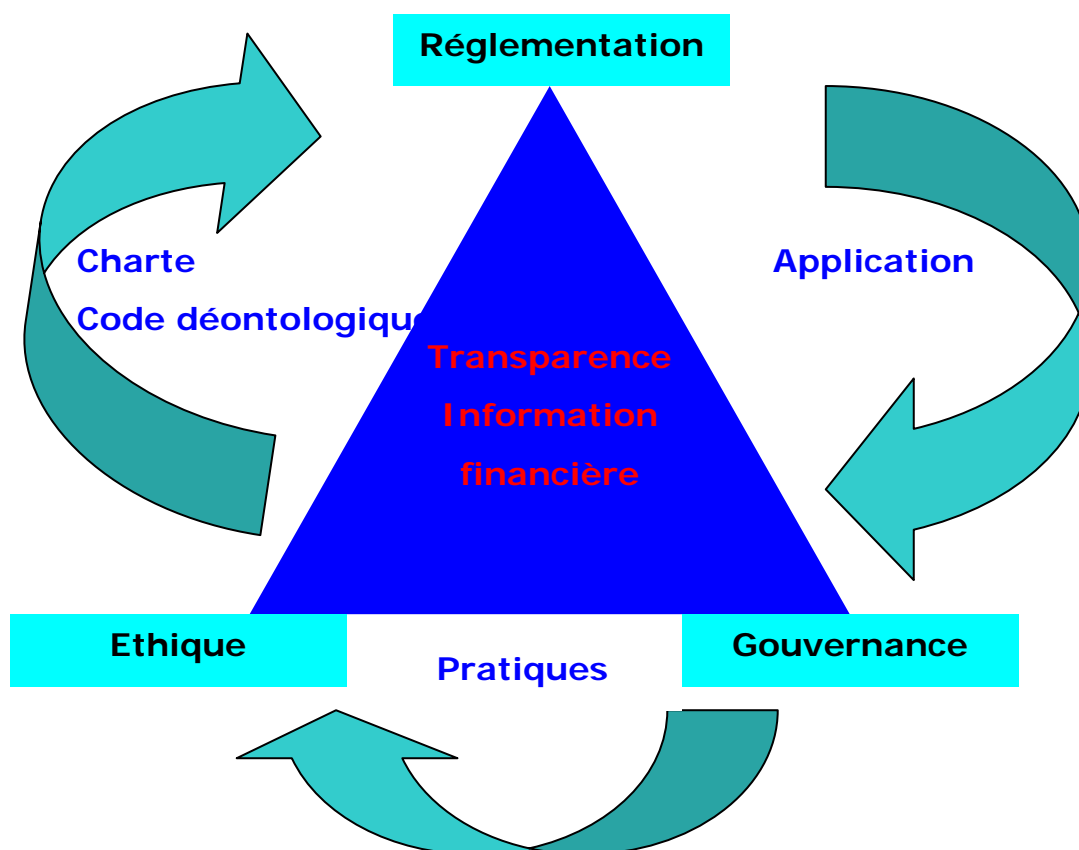
#### **1.1 Environnement éthique selon l'approche PESTEL**

Selon le président du comité de l'éthique et de la gouvernance de la CGEM, monsieur Rachid Belkahiya nous distinguons deux niveaux dans l'éthique des affaires.

Le premier concerne les relations internes entre personnes, dirigeants et administrés dans l'entreprise. Il s'agit de la notion de la gouvernance que nous traitons ci-dessous. Le deuxième niveau de l'éthique des affaires est approché à travers les relations externes qu'entretient l'entreprise avec ces partenaires à savoir les clients, les concurrents, les actionnaires, les syndicats, les fournisseurs, les pouvoirs publics, les banquiers et l'environnement de manière générale.

Sur le plan macro économique le Maroc fait parti des nations qui sont soumises à des actions favorisant des facteurs éthiques de la part du FMI et la banque mondiale. Au niveau de l'entreprise la montée en puissance des investissements socialement responsables et du rating social, sociétal et environnementale est en mesure de développer la culture d'éthique. En parallèle l'émergence de nouvelle notion comme « stakeholder's report » qui renseigne sur l'impact financier, social et humain des activités de l'entreprise est susceptible de promouvoir les pratiques d'éthique.

**Figure 12 :** Réglementation, éthique et gouvernance dans la transparence financière



Un état des lieux montre que les entreprises marocaines notamment celles cotées en bourse adoptent un style de management traditionnel ne favorisant pas le respect des bonnes pratiques de la gouvernance. Cela est traduit souvent par une pauvre information aussi bien sur le plan interne qu'externe. Le souci de réalisation des bénéfices conduit les dirigeants pilotés par les actionnaires majoritaires à croire que la transparence handicape le développement de l'entreprise.

En témoignage le classement mondial du Maroc par Transparency International. Une enquête a été menée auprès de 59 pays pour estimer le degré de l'accès à l'information budgétaire. Sur les 59 pays ciblés le Maroc occupait la 53<sup>ème</sup> position dans l'index du budget

ouvert. A cela il ne faut pas négliger le classement en termes de la perception de la corruption dans lequel nous avons régressé à la 77<sup>ème</sup> place en 2006.

Sur le plan local d'après l'étude menée par le cabinet FOCS mandaté par la CGEM en 2005, l'état des lieux de la gouvernance des entreprises au Maroc fait ressortir les constats suivants :

- **La consolidation des comptes** : Les groupes ne sont pas obligés de publier leurs états financiers consolidés et audités selon les normes internationales, contrairement aux recommandations des standards internationaux. La seule exception est faite pour les sociétés cotées dans le premier compartiment de la BVC.
- **Informations prévisionnelles** : Seules quelques informations comptables rétrospectives sont publiées par les entreprises. Quid de leurs stratégies, objectifs, budgets etc.
- **Manque de transparence relative à la Structure du capital et aux participations** : En l'absence d'états financiers consolidés, l'information relative aux principaux détenteurs de participation au capital et droits de vote ainsi que les participations croisées n'est pas disponible.
- **Communication financière** : Au Maroc, rares sont les entreprises qui ont développé un système de communication avec le marché, contrairement à ce qui se passe à l'étranger.
- **Indépendance des auditeurs** : L'indépendance des auditeurs et commissaires aux comptes, n'est pas toujours évidente en raison de conflits d'intérêts éventuels.
- **Responsabilité des auditeurs** : A ce jour, il n'y a pas eu d'engagement de responsabilité des auditeurs complices avec les

responsables de l'entreprise dans les cas de fraude ou non respects des textes.

Par ailleurs l'atteinte d'un degré de transparence de l'information financière satisfaisant, dépend largement de la volonté du top management des sociétés cotées ainsi que de leurs choix.

De même, la promotion de l'éthique des affaires, qui va de pair avec le développement d'une culture basée sur la transparence de l'information financière est conditionnée par l'engagement profond du chef d'entreprise par un comportement éthique personnel et par celui des subordonnés. Certes ce comportement peut s'avérer difficilement réalisable vu son caractère personnel et subjectif, mais cela nous mène à insister sur le rôle des instances de contrôle ou les gardes fous qui doit être caractérisé par la neutralité et l'objectivité. Il s'agit en l'occurrence les commissaires aux comptes.

Sur le plan des relations de l'entreprise avec ses partenaires et des professions, la promotion de l'éthique des affaires peut être possible avec l'insertion des règles d'éthique dans les projets d'entreprise et dans les pratiques de management et ce à travers l'établissement des chartes déontologiques par profession et la mise en place de comités d'éthique dans les associations professionnelles.

## **1.2 Analyse de la vision stratégique**

Selon les responsables de la DTFE, les lois et la réglementation des marchés financiers mise en vigueur n'ont rien à envier aux standards internationaux. Le secteur financier marocain en l'occurrence le domaine boursier est protégé par un arsenal juridique en mesure de garantir le seuil acceptable pour la transparence de l'information financière. Ainsi, sur le plan réglementaire les responsables du Ministère des Finances estiment que la mise à jour est assurée de manière satisfaisante pour ce qu'est de l'accompagnement du secteur.

Dans un autre point de vue, la tendance suivie actuellement pour le développement des marchés financiers va dans le sens de la recherche d'un équilibre pour l'environnement dans le but de garantir la protection de l'épargne. Par conséquent la vision stratégique préconisée au sein du Ministère de tutelle se base sur la nécessité de mettre à niveau l'ensemble des acteurs intervenants dans le marché financier par la formation et le développement des mécanismes d'application des textes juridiques en vigueur pour le renforcement de la transparence. Cela nous mène à penser sur la question régissant la relation entre le secteur privé et l'état à travers son institution de protection de l'épargne le CDVM.

Au cours de notre entretien avec la responsable de la division du marché des capitaux financiers au Ministère, nous avons abordé la problématique de la régulation aussi bien dans son aspect politique que professionnel. En fait le choix de l'intervention politique est formalisé en particulier par la réglementation mise en place alors que le contrôle de l'exercice des professions agissant dans le processus de la transparence financière se décline généralement par les codes déontologiques les chartes favorisant les bonnes pratiques. Enfin la question soulevée et qui reste posée est : qui contrôle le contrôleur et qui régule le régulateur ?

Par ailleurs, nous avons constaté que le retard accusé au Maroc dans le domaine de l'introduction des systèmes de la notation externe dans le marché boursier, trouve son explication dans la position prise par le Ministère des Finances. Nous signalons que cette question a été soulevée par le président du comité de l'éthique et de la gouvernance à la CGEM. Toujours selon les mêmes responsables de la TDFE, le choix de ne pas faire entrer la notation en application est dû aux risques et aux menaces que représentent cette obligation pour les sociétés cotées. Par conséquent dans le souci de ne pas décourager les émetteurs sur le plan du coût et de l'appel public à l'épargne la discussion d'adopter la notation et le système de rating est reportée à une date ultérieure.

En dépit de cette justification nous réalisons dans notre travail de recherche que ne nous pouvons pas espérer le développement d'une transparence de l'information financière en l'absence de l'apport de ces organismes. A titre d'exemple en Tunisie le système de notation est institutionnalisé pour le marché d'émissions des obligations.

## **Section 2 : Opportunités et menaces**

### **2.1 Opportunités : stratégie, institution et réglementation**

#### **■ Stratégie :**

- Attractivité du Maroc vis-à-vis des investisseurs étrangers
- Choix de l'ouverture de l'économie marocaine sur l'environnement international
- Ancrage de plus en plus accru de la culture de l'éthique et de la bonne gouvernance des sociétés cotées (comité d'éthique et de la gouvernance de la CGEM)

#### **■ Institution :**

- Dispositif institutionnel moderne
- ONG actives en faveur de la transparence : transparency Maroc
- Outil technologique moderne de la communication de l'information financière (site web)

#### **■ Réglementation :**

- Tendance à la moralisation et au renforcement de la transparence et de l'éthique dans les affaires
- Modernisation du secteur financier
- Culture d'épargne en investissement
- Standardisation des normes internationales comptables : IFRS / IAS
- Codes déontologique et éthique de l'information financière

## 2.2 Menaces : stratégie, institution et réglementation

### ■ Stratégie :

- Complexité accrue des systèmes comptables et des montages financiers
- Mauvais classement du Maroc en termes de transparence
- Absence d'une définition de vision et d'une stratégie claire pour le secteur
- Alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants à travers le système de rémunération des stocks options

### ■ Institution :

- Absence d'un tissu associatif de protection des épargnants
- Non institutionnalisation des organismes de régulation et de notation
- Absence d'un organisme de régulation de la profession du commissariat aux comptes
- Absence d'un mécanisme de coordination entre les organismes et institutions
- Absence d'instance chargée de la promotion de l'information financière (sorte d'observatoire de la communication financière)

### ■ Réglementaire :

- Non adaptabilité et manque de cohérence des textes réglementaires par rapport à la réalité managériale
- Existence des situations de conflits d'intérêt au sein des professions du commissariat aux comptes et des analystes financiers
- Syndrome des crises financières internationales
- Absence de texte de loi régissant le démarchage entre l'intermédiaire et l'investisseur

## **Section 3 : Forces et faiblesses**

### **3.1 Forces dans le contrôle la diffusion et l'analyse de l'information financière**

- Présence de filiales de cabinet d'audit d'envergure internationale (kpmg, price weater house, ernst & young, mazars etc. .)
- Coursus de formation de pointe des commissaires aux comptes (iscae)
- Sensibilité des managers à l'importance de la question d'éthique et des bonnes pratiques de la gouvernance
- Minimum légal de contrôle de l'information financière assuré par le CDVM
- Organisation d'un palmarès par la SMAF au profit des entreprises ayant réussies une meilleure communication financière
- Ressources humaines jeunes qualifiées et dotées d'un fort potentiel d'évolution dans le secteur de l'analyse financière
- Forte utilisation des nouvelles technologies de l'information et leur impact sur la sécurité et la protection de l'investisseur
- Début d'émergence d'une presse financière
- Culture et ancrage des pratiques de gouvernance et d'éthique (mix)

### 3.2 Faiblesses dans le contrôle la diffusion et l'analyse de l'information financière

- Adoption dans la majeure partie des sociétés cotées de la forme SA classique (Conseil d'Administration avec un PDG) ne favorisant pas la transparence
- Non respect de l'obligation de désignation d'un responsable de la communication financière au sein de sociétés cotées.
- Absence de code déontologique pour la profession du commissariat aux comptes,
- Lenteur du processus de normalisation comptable
- Sous effectif des experts comptables (265 pour 30 000 SA)
- Non adaptabilité des profils des ressources humaines relevant du CDVM et chargés de la mission de contrôle de l'information financière.
- Le système d'information de contrôle du CDVM est en cours d'expérimentation.
- Absence d'un système de motivation corrélé au métier de contrôle.
- Structure financière du CDVM est tributaire à la dynamique de la bourse (rémunération par les commissions)
- La non disponibilité à temps des informations importantes
- Le maigre effectif des analystes financiers mobilisés pour les départements "analyse & recherche" dans les SDB, impacte la qualité de traitement de l'information financière.
- Absence du statut des analystes financiers
- L'absence de formation continue sur-mesure et de mise à niveau des analystes financiers
- La difficulté d'obtention de rencontres avec les dirigeants de certaines sociétés cotées

- La non communication de certaines données jugées confidentielles
- Difficulté à joindre les responsables de la communication financière des sociétés
- Délais réglementaires de publication des états financiers non adaptés à la réalité du marché.
- Absence d'informations pertinentes dans certains secteurs faiblement représentés sur la bourse de Casablanca d'où l'impossibilité de comparabilité entre des sociétés opérant dans un même secteur.
- Comportement moutonnier et vision court terme des analystes financiers
- Culture sociale basée sur la circulation de la rumeur comme source d'information

**Tableau : Synthèse du diagnostic stratégique : matrice SWOT**

<b>OPPORTUNITÉS</b>	<b>MENACES</b>
<p><b>Stratégie :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Attractivité du Maroc vis-à-vis des investisseurs étrangers</li> <li>• Choix de l'ouverture de l'économie marocaine sur l'environnement international</li> <li>• Ancrage de plus en plus accru de la culture de l'éthique et de la bonne gouvernance des sociétés cotées (comité d'éthique de la CGEM)</li> </ul> <p><b>Institution :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dispositif institutionnel moderne</li> <li>• ONG actives en faveur de la transparence : transparensy Maroc</li> <li>• Outil technologique moderne de la communication de l'information financière (site web)</li> </ul> <p><b>Réglementation :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tendance à la moralisation et au renforcement de la transparence et de l'éthique dans les affaires</li> <li>• Modernisation du secteur financier</li> <li>• Culture d'épargne en investissement</li> <li>• Standardisation des normes internationales comptables : IFRS / IAS</li> <li>• Codes déontologique et éthique de l'information financière</li> </ul>	<p><b>Stratégie :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Complexité accrue des systèmes comptables et des montages financiers</li> <li>• Mauvais classement du Maroc en terme de transparence</li> <li>• Absence d'une définition de vision et d'une stratégie claire pour le secteur</li> <li>• Alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants à travers du système de rémunération des stocks options</li> </ul> <p><b>Institution :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Absence d'un tissu associatif de protection des épargnants</li> <li>• Non institutionnalisation des organismes de régulation et de notation</li> <li>• Absence d'un organisme de régulation de la profession du commissariat aux comptes</li> <li>• Absence d'un mécanisme de coordination entre les organismes et institutions</li> <li>• Absence d'instance chargée de la promotion de la transparence (sorte d'observatoire de la communication financière)</li> </ul> <p><b>Réglementation :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Non adaptabilité et manque de cohérence des textes réglementaires par rapport à la réalité managériale</li> <li>• Existence des situations de conflits d'intérêt au sein des professions du commissariat aux comptes et des analystes financiers</li> <li>• Syndrome des crises financières internationales</li> <li>• Absence de texte de loi régissant le démarchage entre l'intermédiaire et l'investisseur</li> </ul>

<b>FORCES</b>	<b>FAIBLESSES</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Présence de filiales de cabinet d'audit d'envergure internationale (kpmg, price weater house, ernst &amp; young, mazars etc .)</li> <li>• Coursus de formation de pointe des commissaires aux comptes (iscae)</li> <li>• Sensibilité des mangers à l'importance de la question d'éthique et des bonnes pratiques de la gouvernance</li> <li>• Minimum légal de contrôle de l'information financière assuré par le CDVM</li> <li>• Organisation d'un palmarès par la SMAF au profit des entreprises ayant réussies une meilleure communication financière</li> <li>• Ressources humaines jeunes qualifiées et dotées d'un fort potentiel d'évolution dans le secteur de l'analyse financière</li> <li>• Forte utilisation des nouvelles technologies de l'information et leur impact sur la sécurité et protection de l'investisseur</li> <li>• Début d'émergence d'une presse financière</li> <li>• Culture et ancrage des pratiques de gouvernance et d'éthique (mix)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Adoption dans la majeure partie des sociétés cotées de la forme SA classique</li> <li>• Non respect de l'obligation de désignation d'un responsable de la communication financière</li> <li>• Absence de code déontologique pour la profession du commissariat aux comptes,</li> <li>• Lenteur du processus de normalisation comptable</li> <li>• Sous effectifs des experts comptables</li> <li>• Non adaptabilité des profils des ressources humaines relevant du CDVM pour les missions de contrôle de l'information financière.</li> <li>• Système d'information de contrôle du CDVM en cours d'expérimentation.</li> <li>• Absence d'un système de motivation corrélé au métier de contrôle.</li> <li>• Structure financière du CDVM tributaire à la dynamique de la bourse</li> <li>• La non disponibilité à temps des informations importantes</li> <li>• Absence du statut "Analyste financier",</li> <li>• L'absence de formation continue des analystes financiers</li> <li>• La non communication de certaines données jugées confidentielles</li> <li>• Difficulté à joindre les responsables de la communication financière</li> <li>• Délais réglementaires de publication des états financiers non adaptés à la réalité du marché.</li> <li>• Absence de certaines informations pertinentes</li> <li>• vision court terme des analystes financiers</li> <li>• Culture sociale basée sur la circulation de la rumeur</li> </ul>

# **CHAPITRE IV : Développement stratégique des recommandations**

## **Section 1 : Options stratégiques**

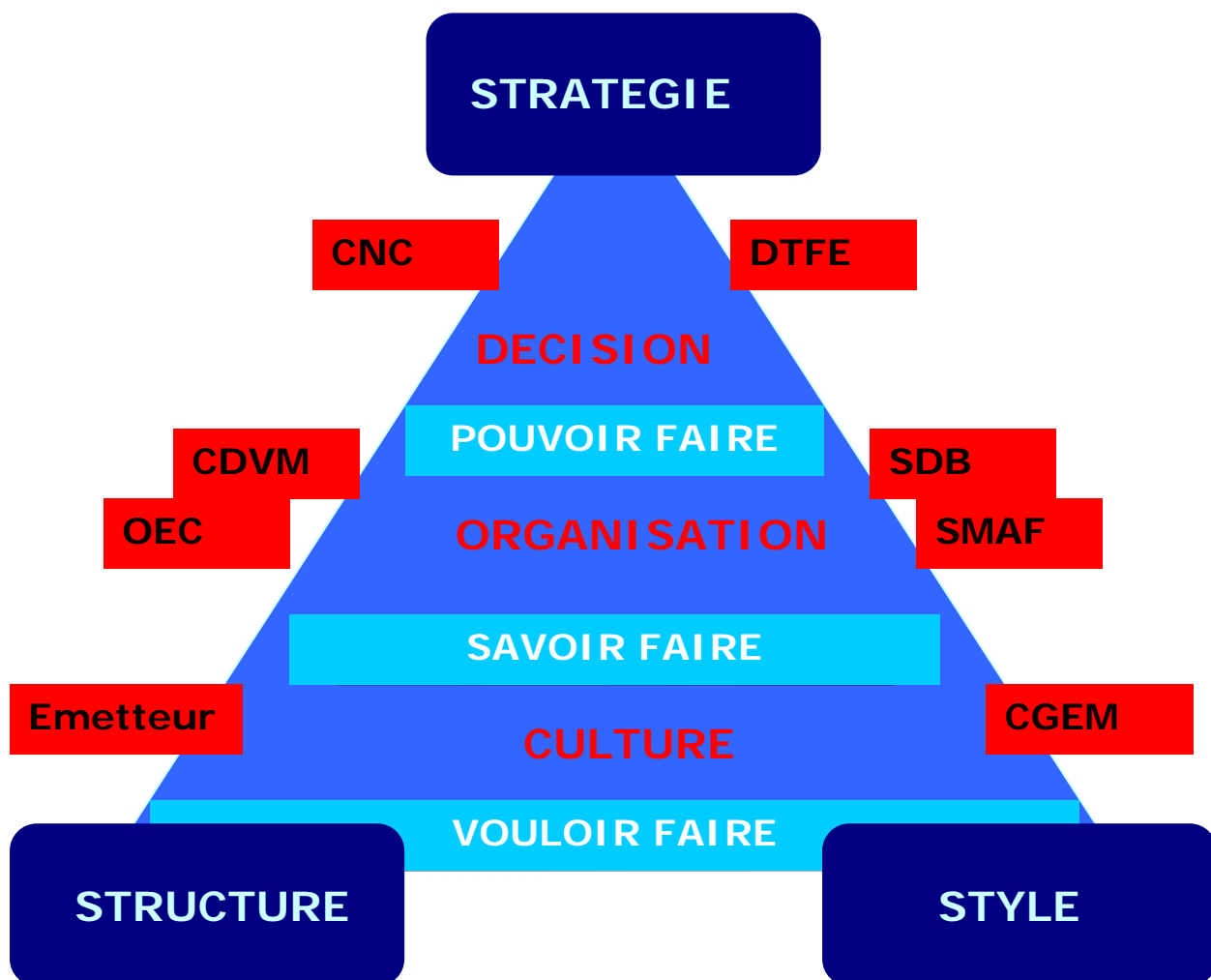
### **1.1 Développement d'une stratégie**

La vision stratégique adoptée par l'administration de tutelle pour la réglementation et l'organisation des marchés financiers au Maroc présente quelques ambiguïtés quant au mode de développement du secteur. Certes les institutions mises en place veillent à ce que les transactions soient conclues dans les meilleures conditions de transparence, mais certaines pratiques liées essentiellement à des considérations d'ordre culturelles interviennent parfois pour fausser les règles de jeu.

Développer une stratégie pour la promotion de la transparence de l'information financière au Maroc suppose des prés requis nécessaires pour porter ce choix stratégique.

Dans le schéma ci-dessous, emprunté le modèle basé sur les trois S (Stratégie, Structure et Style) nous approchons le contexte du sujet en tant que secteur englobant un ensemble d'acteurs et d'organisations.

**Figure 13** : Schéma d'une conception stratégique pour la promotion de la transparence de l'information financière



Généralement les considérations stratégiques sont réparties en trois grandes phases. Dans une première phase le point est mis sur le **pouvoir faire**. Il s'agit de la volonté politique du gouvernement qui se résume en l'habilité à prendre les décisions qui s'imposent en vue de

préparer le cadre légal et normatif susceptible de garantir le bon fonctionnement du marché. Dans le cas du Maroc, l'arsenal des textes juridiques adoptés jusqu'ici sont inspirés largement du modèle français. Sur ce point l'horizon est encore propice pour apporter des adaptations et des améliorations mais en se référant aux attentes et aux besoins des clients et des usagers des textes. A titre d'exemple dans le projet de loi sur les SA dans la partie du renforcement du droit à l'information des actionnaires à l'information pourquoi 'institue-t-on pas l'obligation de publier les cinq noms des personnes les mieux payées dans une S.A., comme cela se fait en France ? Le Maroc refuse encore de franchir le pas sur ce point?

La deuxième phase correspond au **savoir faire** et aux moyens d'organisation déployés pour la régulation de l'information financière. Ici nous mettons l'accent sur l'organisation des professions du commissariat aux comptes et des analystes financiers qui jouent des rôles phares dans l'évaluation et l'appréciation de la qualité de l'information financière. Leur degré d'objectivité et de neutralité influence directement la transparence financière. Les mécanismes de contrôle utilisés par le CDVM sont intégrés également dans cette phase notamment en ce qui concerne la question de la qualification des ressources humaines déployées.

La dernière phase, qui requiert encore plus de temps, et le **vouloir faire**. Cela renvoi aux pratiques et aux attitudes prises par l'ensemble des acteurs intervenants dans le processus de la transparence de l'information financière et en particulier les sociétés cotées. Vouloir jouer la carte de la transparence dénote l'aspect culturel pilotant le mode de la gouvernance suivi par le top management. Généralement les changements d'ordre culturels sont de longs allènes. Il ne suffit pas seulement de définir les chartes et les codes déontologiques pour gagner le pari de la moralisation et de l'éthique. La promotion de la culture de la transparence est censée être propagée en sensibilisant les acteurs impliqués à l'intérêt de d'abandonner les pratiques révolues et favorisant les raisonnements à

court terme. L'investissement dans la transparence de l'information financière est un investissement à long terme qui rapporte des résultats dans la continuité.

## **1.2 Institutions et réglementation**

### **1.2.1 Observatoire sur la communication financière**

#### **a Présentation**

A l'instar de l'expérience française il est recommandé de d'accompagner le développement du secteur boursier marocain par l'institution d'un observatoire pour la communication financière.

Cet organisme qui peut emprunter la forme d'une structure collégiale, pourrait être à la fois un point d'observation des pratiques en matière de communication financière ainsi qu'un lieu d'échanges entre professionnels des marchés financiers.

#### **b fonctionnement**

Il est destiné avant tout aux sociétés cotées, quelle que soit leur taille. Il aurait pour objectif de leur apporter un regard pluridisciplinaire sur les principaux enjeux de la communication financière et de promouvoir les meilleures pratiques en la matière.

#### **c missions**

En France les membres fondateurs de cet observatoire se sont fixés trois axes de travail complémentaires :

- Observer et analyser, par des études et des enquêtes, l'évolution du contexte de la communication financière et ses impacts sur les pratiques des sociétés cotées en la matière,
- Confronter, dans le cadre de conférences, l'opinion des émetteurs et du marché sur le sujet,
- Accompagner, dans le cadre d'ateliers de formation, les dirigeants des sociétés cotées dans la gestion de leurs différentes problématiques de communication financière.

L'Observatoire de la Communication Financière, pourrait être un organisme d'une grande utilité pour la promotion des pratiques de la communication financière.

### **1.2.2 Agence de notation financière et de rating**

#### **a Présentation**

La notation financière vise à caractériser le risque d'un titre (titre de créance notamment) ou, plus généralement, le risque associé à un émetteur. Elle s'applique donc à toutes les organisations qui empruntent sur les marchés de capitaux, notamment les entreprises cotées.

Au Maroc les sociétés cotées ne sont pas soumises à la notation. Cependant, à l'initiative de la SMAF un concours pour primer les meilleures communications financières est organisé chaque année depuis 2006. Cette action reste orpheline et partielle. En fait, presque toutes les entreprises émettrices de titres sur les marchés de capitaux doivent être notées par des agences externes agréées.

L'agrément de ces agences est délivré généralement par les instances étatiques chargées de la régulation des marchés. Or à la date d'aujourd'hui aucun agrément n'est octroyé par le ministère des finances. Cela est dû selon les responsables de la DTFE au souci d'assurer un équilibre sur les marchés de telle manière à ne pas décourager les sociétés cotées et les épargner des contraintes que pourraient leur impliquer l'entrée de la notation en vigueur.

#### **b Fonctionnement**

A la différence des analystes financiers qui émettent un jugement sur la valeur d'une entreprise, les agences de notations émettent un jugement sur son risque, exprimé par une note selon une grille normalisée (propre à chaque agence). Les notes sont classées en catégories d'investissement (de AAA à BBB dans la grille de Standard & Poor's) ou, pour les émissions les plus risquées, en catégorie dite spéculative ou junk bonds (à partir de BB dans la grille de S&P's).

## Les trois principaux acteurs

Trois acteurs dominent le marché mondial de la notation financière externe. Ce sont :

- Standard & Poor's, filiale du groupe McGraw & Hill depuis 1966, basée à New York (résultat d'exploitation 2001 : 435 M\$ pour un CA de 1477 M\$, soit près de 30%) ;
- Moody's, société indépendante (depuis 2000 ; auparavant filiale du groupe Dun & Bradstreet), basée et cotée à New York (résultat d'exploitation 2001 : 398 M\$ pour un CA de 796 M\$, soit 50%) ;
- Fitch, filiale à 97% du groupe français Fimalac, possédant deux sièges à Londres et New York (résultat d'exploitation 2001 : 80 M€ sur un CA de 341 M€, soit 23%).

Le statut des agences de notation est hybride. Comme les analystes financiers, elles s'adressent aux opérateurs des marchés financiers pour leur fournir des informations utiles à leurs décisions ; mais comme les sociétés d'audit, elles sont rémunérées par les émetteurs et ont accès à certaines informations privilégiées.

Enfin nous pensons que l'entrée du système de notation pour les entreprises cotées au Maroc peut contribuer largement à l'amélioration de la transparence de l'information financière. En dépit de la résistance et des difficultés qui peuvent l'accompagner cela ne pourrait que renforcer la pression sur les gouvernances des entreprises pour s'ouvrir encore plus librement.

### **1.2.3 Développement d'un tissu associatif**

#### **a Association de la protection des épargnants :**

La promotion de la transparence de l'information financière ne peut avoir lieu en l'absence des structures et des organisations qui se chargent de la protection des intérêts des épargnants. Certes le CDVM s'occupe de par sa mission de la protection de l'épargne mais son action gouvernementale lui donne un caractère réglementaire. Par conséquent des associations pour la protection des épargnants

pourraient constituer une sorte de lobbying positive pour l'amélioration de la qualité de l'information financière destinée aux investisseurs.

### **b Association des responsables de la communication financière des émetteurs :**

A l'instar de l'expérience française, une association des personnes chargées de la communication financière pourrait contribuer à l'amélioration des pratiques de la communication financière d'une part. D'autre part elle permet aux sociétés cotées d'assurer une structure de coordination en vue de synchroniser leur action de manière optimale. Nous parlons ici de l'organisation des conférences de presse et des rencontres avec les analystes financiers.

#### **1.2.4 Réglementation du démarchage**

Une réglementation régissant la relation entre les investisseurs et les intermédiaires en matière des prescriptions du placement (banque d'affaires et sociétés de bourse) s'impose. En effet, à l'état actuel des choses ces intermédiaires peuvent conseiller les investisseurs notamment les particuliers sans aucun contrôle ni contraintes légales les poussant à respecter les intérêts de ces derniers.

Cette lacune est d'autant plus accentuée en l'absence d'association protégeant l'intérêt des investisseurs (cf SS2.3). Ainsi l'organisation de cette relation est de nature à responsabiliser les conseillers en intermédiation boursière et à rassurer les épargnants en créant un climat de confiance basé sur la transparence.

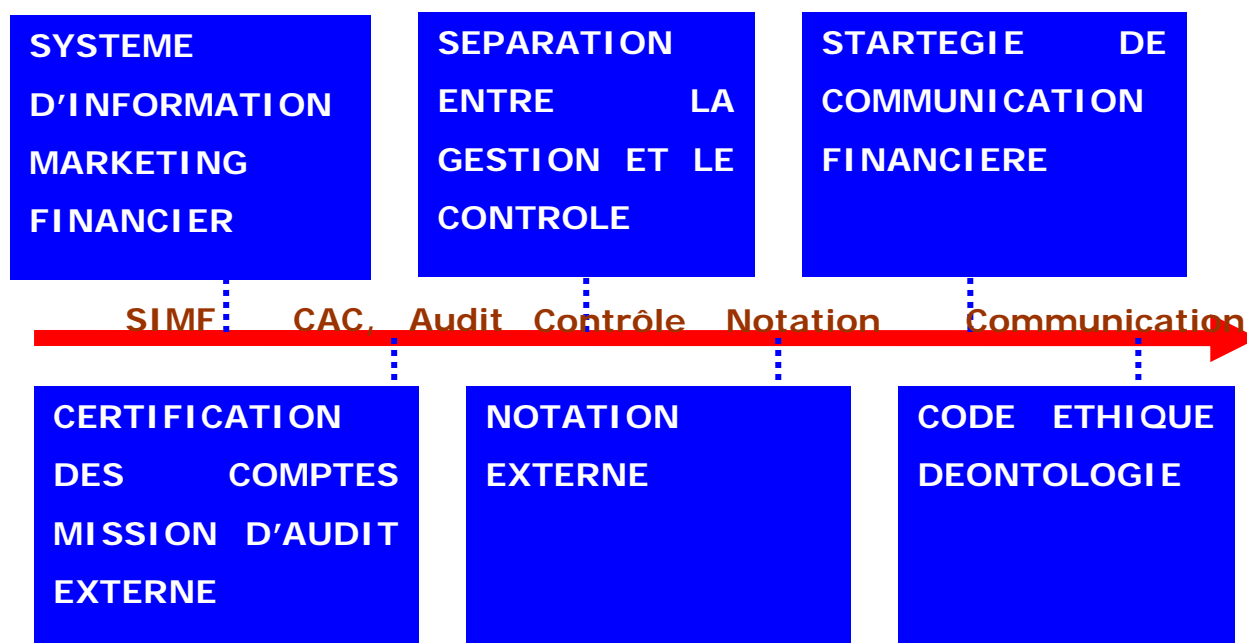
### **1.3 Amélioration de la transparence de l'information financière des sociétés cotées**

La transparence de l'information financière est aussi une affaire de sociétés cotées. Cela suppose essentiellement un engagement de la part de la gouvernance de la société cotée au même titre que l'adoption de l'orientation client vis-à-vis de ces clients. Ainsi les

paramètres clés pour l'amélioration de la transparence de l'information financière pour l'émetteur peuvent être comme suit :

- L'intégration d'un SIMF système d'information marketing financier
- L'amélioration des conditions de certification des comptes et le renforcement de l'indépendance des auditeurs,
- L'amélioration de la « corporate gouvernance » de l'entreprise cotée,
- L'insertion des entreprises les systèmes de la notation externe
- Le développement d'une stratégie pour la communication financière
- La mise ne place d'une culture de transparence basée sur un code déontologique et éthique

**Figure 14 : Amélioration de la transparence de l'information financière dans la société cotée**



La transparence financière consiste à produire, tester, disséminer et utiliser les informations relatives aux résultats financiers d'une société cotée. Le processus est amorcé lorsque l'on recueille des informations exactes, continues avec la vérification de ces données, l'analyse, la comparaison et l'appréciation de la pertinence de ces informations qui se traduit par le respect des normes applicables.

Les étapes initiales (systèmes d'information et de contrôle interne) relèvent de la société elle-même à travers son SIMF système d'information marketing financier, tandis que les échelons suivants sont effectués par des intervenants externes.

Les commissaires aux comptes vérifient les informations contenues dans les états financiers et les certifiés. Mais en parallèle leur action doit être accompagnée par des missions des auditeurs externes.

Les agences d'évaluation ou de notation sont responsables de l'analyse, puis de l'évaluation des résultats, et effectuent parfois des comparaisons entre les sociétés similaires à l'aide de bases de données spécifiques dans le domaine d'activité mais cela reste encore attribuaire de l'entrée en vigueur de l'application de ce système au Maroc.

Le contrôle du CDVM est effectué pour garantir que les résultats respectent les normes appropriées. Le visa octroyé par cet organe ne signifie pas que l'action de la société cotée doit se limiter uniquement aux obligations légales en matière de publication mais la question de la promotion de l'image de marque reste non abordée.

Les sociétés cotées doivent s'inscrire, en outre de l'aspect information, dans une vraie logique de communication financière basée sur une

stratégie de "marketing financier". Cela constitue un moyen de renforcement du capital image de l'entreprise en procédant à une segmentation affinée en vue d'adapter ces outils aux différents publics ciblés (actionnaires institutionnels, analystes financiers, presse généraliste et financière, petits porteurs etc.). De même la mise en œuvre des initiatives de marketing direct en l'occurrence le one to one, à travers des supports de communication tels que internet, brochures, rencontres, création d'événement ou road shows... peuvent se répercuter positivement sur les résultats des cours de l'émetteur.

## **1.4 Régulation et organisation des professions**

### **1.4.1 Contrôle et régulation de l'information financière**

Le CDVM doit agir de façon publique et intransigeante à l'égard de toute infraction touchant les aspects liés à la transparence financière. Pour ce faire le CDVM a besoin de ressources financières indépendantes de la dynamique du marché boursier. En effet le métier de contrôle exercé par le CDVM peut inhiber la dynamique des transactions boursières et par la même diminué les recettes à travers le système de commissions. D'où il est souhaitable que l'Etat prenne en charge une partie intéressante des ressources financières avec un système de subvention pour garantir un plus grande crédibilité aux interventions et encourager la fréquence des interventions du CDVM.

Dans le même ordre d'idée le CDVM doit renforcer ces moyens humains en quantité et en qualité en dénichant des profils s'adaptant mieux à ses missions.

Le système d'information de cet organisme est appelé à être enrichi grâce à des interconnexions avec tous les intervenants notamment l'OEC, les SDB et la BVC.

En parallèle aux actions à mener par le CDVM le métier du commissariat aux comptes est censé être régulé par une instance publique à l'instar des expériences française et américaine. Par ailleurs une implication et une responsabilisation des experts comptables quant à la fiabilité du système financier et comptable des entreprises

cotées lors de la certification légaux des comptes ; est de nature à améliorer les conditions de contrôle de conformité des comptes.

### **1.4.2 Organisation du métier des analystes financiers**

Les analystes financiers du Maroc ont eu la lucidité de créer en 2003 une association pour représenter leur profession. Il s'agit de la SMAF Société Marocaine des Analystes Financiers. Cela constitue en soit un point positif sur la voie de la transparence de l'information financière. Cependant, l'exercice de ce métier est appelé à se développer notamment par l'institution d'une loi pour l'organisation de cette profession pratiquée de manière très flexible. La mise en place d'un statut pour l'organisation de cette profession contribuera certainement à l'amélioration des conditions de l'exercice et renforce plus la responsabilité des analystes financiers. Ainsi des conditions sévères pour accéder à ce métier doivent être imposées au même titre qu'une mise à niveau des compétences par des formations continues.

Dans ce même contexte la relation entre les intermédiaires et les investisseurs mérite une attention particulière notamment à travers l'institutionnalisation du démarchage auprès des épargnants en vue de protéger l'intérêt de ces derniers.

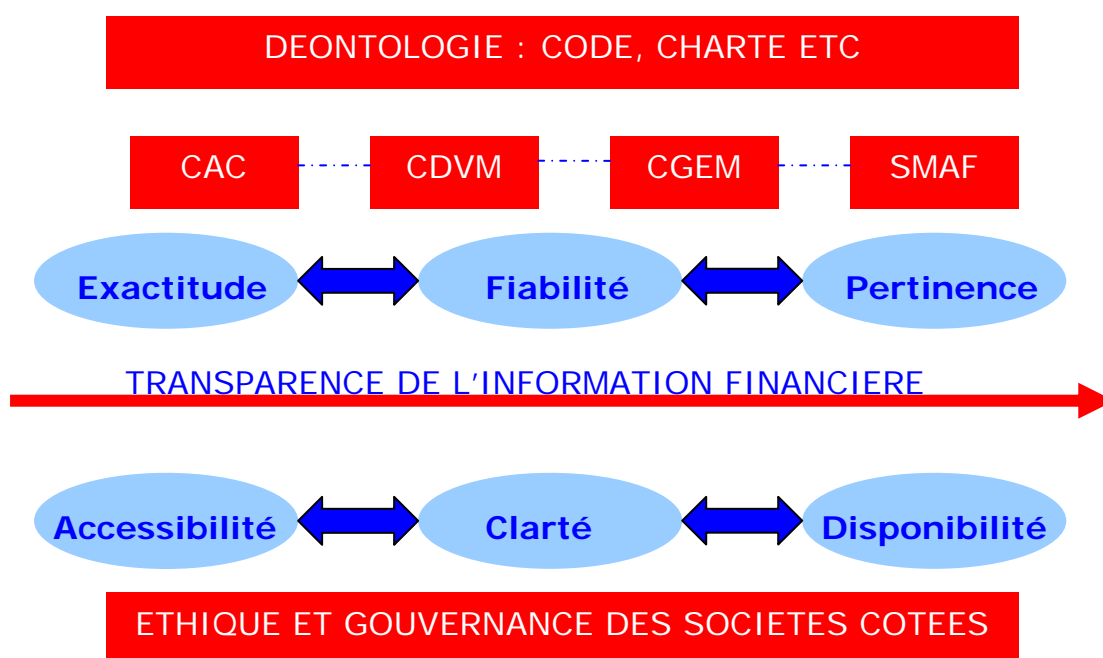
## **Section 2 : Mix de la transparence de l'information financière :**

A la lumière des données recueillies dans la phase d'investigation du terrain et suite au diagnostic des différents intervenants dans le processus de la transparence de l'information financière au Maroc nous concluons par la proposition d'un ensemble postulats déterminants dans le contexte d'appréciation de la transparence de l'information financière. Nous pouvons prédire que ces concepts dégagés ci-dessous peuvent constituer un mix dit mix de la transparence de l'information financière.

Les composantes de ce mix à savoir l'exactitude, la fiabilité, la pertinence, la clarté, l'accessibilité et la disponibilité de l'information financière constituent les déclinaisons opérationnelles de toute vision ayant pour objet l'amélioration de la transparence de l'information financière.

L'ensemble des acteurs touchés par la question sont concernés par ledit mix à commencer par les commissaires aux comptes en passant par l'instance de contrôle et de régulation (CDVM) au même titre que les intermédiaires (analystes financiers) pour finir avec les sociétés cotées. Le schéma ci-dessous montre les interactions entre l'ensemble des acteurs recensés.

**Figure 15 : Mix de la transparence de l'information financière**



## 2.1 Exactitude

Le contrôle interne ainsi que les missions du commissariat au compte sont en mesure de vérifier le degré de l'exactitude des états financiers publiés. Le travail de contrôle interne est lié à la volonté de la gouvernance et aux choix opérés notamment en matière d'ouverture et de transparence. S'assurer qu'un état financier véhicule des informations authentique et véridique suppose avoir un accès direct à la gestion financière et comptable de l'entreprise chose qui n'est pas évidente. Or les commissaires de par l'habilité qui leur confère la réglementation, ils sont les premiers à pouvoir se prononcer sur le degré d'exactitude de l'information financière redue publique. Renforcer cet élément incontournable du mix de la transparence de l'information financière interpelle le contrôle et la régulation du métier

du commissariat aux comptes. Cette profession est appelée à s'aligner par rapport aux standards internationaux ....

## **2.2 Fiabilité**

La fiabilité de l'information financière dépend de la crédibilité de la source de laquelle l'information est puisée. La réglementation, en l'occurrence la circulaire .../04 du CDVM, exige des entreprises cotées de désigner un déontologue et un responsable de la communication financière. Or dans la pratique, même si ces responsables sont désignés formellement, ils ne remplissent pas la mission qui leur incombe à savoir la diffusion d'une information fiable respectant les règles déontologique et engageant la société cotée en question. Le rôle qu'ils jouent restent mineur par rapport aux autres sources préférés par les intermédiaires financiers notamment les publications officielles. Nous recommandons par la même occasion de créer une association organisant cette activité de la communication financière à l'instar de l'expérience française. En fait ce type d'association s'occupe de promouvoir les pratique de la communication financière ainsi que de la synchronisation de l'organisation des conférences de presse au profit des public des cibles de l'information financière.

Nous précisons, ici que les sites web peuvent constituer une source pratique pour s'informer de manière opérationnelle et rapide, vu l'avancement technologique constaté à la date d'aujourd'hui, mais les difficultés de contrôle de contenu de ces sites poussent à prendre les données recueillies avec quelques réserves. De manière générale à travers l'enquête nous avons constaté que cet outil vient en dernier position en matière de consultation des informations financière par les analystes financiers.

## **2.3 Pertinence**

La notion de pertinence de l'information financière est liée au degré d'adaptabilité de l'information produites et diffusée aux attentes et aux intérêts des investisseurs. Par opposition à la rumeur et aux informations trompeuse ou fallacieuse sanctionnées par la loi la pertinence recherchée permet d'assurer une certaine comparabilité

entre les données disponibles des entreprises concurrentes en toute véracité.

Selon l'OCDE l'information financière pertinente réside dans les états financiers diffusés ainsi que dans les informations internes intéressant la stratégie, les objectifs, l'organisation et le fonctionnement de l'entreprise. De même, certaines données qui concernent l'environnement externe rentrent également dans cette catégorie notamment les facteurs de risque.

Pour ces données ainsi que les engagements hors bilan par exemple, qui constituent des informations pertinentes pouvant éclairer les investisseurs au moment de la décision doivent être intégrés dans la nomenclature exigée par le CDVM pour l'octroi de visa de contrôle et ne doivent pas être limité uniquement aux établissements de crédits.

Enfin si les dirigeants et les responsables communication financière des sociétés cotées sont sensibilisés à l'importance de la communication financière et à l'impact que cela peut engendrer sur le cours de l'entreprise cela pourrait contribuer à la diffusion de l'information pertinente.

## **2.4 Clarté**

Par la clarté nous entendons les considérations de la forme des états financiers à savoir la présentation, le volume, la mise en page, la hiérarchisation des données ainsi que la facilité et la clé de lecture des documents financiers. Sur ce point précis qu'est lié à la volonté de l'entreprise d'améliorer son image auprès de ces clients, la question de la communication et du marketing financier peut être évoquée.

En effet il est recommandé aux entreprises cotées de soigner les présentations générales des états financiers en ce qui concerne le volume et la hiérarchisation des informations susceptibles d'intéresser les investisseurs. Soigner son image de marque suppose de pratiquer une action pour l'étude des attentes des utilisateurs finaux de ces états en vue de recueillir leurs attentes et les points auxquels ils sont sensibles.

Par ailleurs vu les contraintes liées aux structures des sociétés cotées, majoritairement familiales, les stratégies de communication financière sont peu développées du fait du retard accusé en matière de la gouvernance, ce qui nous pousse à conclure que clarté et la transparence de l'information financière sont indissociables de l'action des acteurs à savoir les émetteurs qui influencent le secteur par leur stratégies et leurs mode de gestion.

Pour conclure un état financier présenté de manière synthétique et claire est facilement lisible ce qui enlève le bruit dans l'exploitation des données.

- Harmoniser les canevas de présentation des résultats pour faciliter leur traitement et permettre aux AF une réactivité plus importante

## **2.5 Accessibilité**

La décision de l'investisseur est tributaire à son accès à l'information au moment opportun. Le caractère de confidentialité que revêt l'information financière pour les émetteurs rend l'accès difficile a certaines informations précises même pour les analystes financiers. Rendre une information accessible ne se limite pas à diffuser les états financiers exigés au JAL.

Notre réflexion a porté sur les voies des améliorations possibles que les émetteurs sont censés apportés en terme de communication financière et surtout de disponibilité et de réactivité des leurs responsables de la communication financière.

les analystes financiers approchés par notre enquête ont proposé quelques recommandations notamment :

- La mise à la disposition des émetteurs d'un guide spécifique à la communication financière auquel ils doivent participer aux côtés du CDVM et de la SMAF.
- Mettre en œuvre les mécanismes pour respecter et rendre obligatoire la publication d'un document de référence annuel (note d'information résumée).

- Réduire les délais entre la survenance et la communication sur un événement
- Ajouter l'obligation d'un délai maximal de communication après la tenue d'un conseil d'administration
- Basculer à la publication des états financiers de manière trimestrielle.
- Faire adhérer les émetteurs à la culture de transparence en les sensibilisant à l'importance de la communication financière sur la performance du cours de leurs actions.

Enfin pour améliorer les conditions d'accessibilité à l'information financière, la communication financière doit être perçue comme un facteur clé de succès et ne doit en aucun cas être considérée comme une divulgation d'informations importantes vis-à-vis des concurrents ou du grand public.

## **2.6 Disponibilité**

Le premier élément incontournable dans l'évaluation du processus de transparence est la disponibilité de l'information financière au moment opportun. Les états financiers produits par les sociétés cotées sont censés, dans le respect de la réglementation en vigueur, être diffusés et mis à la disposition des investisseurs. Au delà des obligations légales, les analystes financiers qui exploitent les états sont affrontés d'indisponibilité d'information.

La nomenclature exigée par le CDVM implique aux émetteurs la publication des états financiers. Cependant d'autres types d'informations en l'occurrence celles relatives à la stratégie et aux objectifs de l'entreprise sont souvent sollicitées par les intermédiaires au secteur pour la réalisation des études et des analyses.

Un autre type qui revêt un grand intérêt est les facteurs de risque. Généralement l'absence des données sur des secteurs moins représentés dans la cotation constitue une entrave pour une évaluation du risque réel qui caractérise chaque entreprise.

Dans ce contexte les agences privées de gestion des bases de données d'information financière peuvent constituer un remède pour surmonter ces difficultés rencontrées. En dépit d'initiatives de certains journaux financiers pour le regroupement et la publication des résultats annuels de sociétés cotées, l'action de ces derniers est censée se développer notamment en respectant des obligations prévues par la législation en matière de publication de l'information importante au moment opportun. Il pourrait s'agir de la présentation des business plan par exemple. Il est à noter qu'une information publiée tardivement ne remplit pas sa finalité et par conséquent elle est considérée indisponible à l'instant t où elle est demandée. Ainsi le CDVM est appelé à renforcer son pouvoir de sanction pour appliquer les mesures coercitives à l'encontre des sociétés en infraction.

Enfin notre choix de ce mix émane d'une motivation de proposer les éléments qui interagissent mutuellement pour réussir une meilleure transparence de l'information financière. Le dosage optimum de ce mix dépend largement de la volonté d'adhésion de l'ensemble des acteurs engagés tout au long du processus de la transparence, aux principes d'éthique et aux règles déontologiques. Il s'agit notamment d'atteindre un équilibre en vue d'une meilleure régulation et une instauration d'une culture de conscience et de transparence.

## CONCLUSION

Le circuit emprunté par l'information financière avant d'atterrir chez l'investisseur nous renseigne sur le niveau de la transparence qui règne dans le secteur boursier. Le degré d'influence de chacun de chacun des acteurs dépend de son implication et de son positionnement. Le résultat et la qualité de l'information financière provient de l'interaction entre les acteurs directs et indirects.

L'émetteur constitue le premier acteur direct avec ses dirigeants actifs, ses cadres et ses actionnaires de référence qui, par leur position privilégiée, disposent d'informations dont l'investisseur ordinaire ne dispose. Les questions relatives aux pratiques suivies par la gouvernance ainsi que le respect des principes dictés par l'éthique des affaires sont examinées en vue d'apporter la lumière sur les engagements de l'entreprise en termes de respects de la réglementation et des chartes éthiques. Le deuxième acteur impliqué directement est l'investisseur. Partant du constat que l'information financière est un produit destiné à des clients. Elle donne à l'investisseur une idée claire ou non de l'état patrimonial et des résultats réels de l'entreprise. Ici la question à poser est comment la qualité de ce produit est-elle déterminée et quel devrait être le rôle de l'Etat dans la protection de l'intérêt de l'investisseur ? Nous distinguons deux types de déterminants. Premièrement l'apport des normes ou du langage de l'information financière sur le contenu de cette dernière qui peut changer d'un référentiel à un autre d'où l'intérêt de la standardisation. En deuxième lieu il y a la motivation de présenter une information correcte et exacte ou alors la sanction de l'information incorrecte à travers les mesures coercitives qui peuvent aller jusqu'à la suspension de la cotation.

Les autres acteurs indirects engagés dans le processus de la transparence de l'information financière sont les intermédiaires financiers (analystes, journalistes et banquiers), les commissaires aux

comptes et les auditeurs. Leur degré d'objectivité et de neutralité affecte sensiblement les décisions des investisseurs particuliers qui se trouvent à la merci de leurs notes et analyses du marché.

## CONCLUSION GENERALE

Pour un pays émergent comme le Maroc, le secteur boursier est d'une importance cruciale vu le rôle qu'il joue pour drainer les capitaux, nécessaires à toute politique de développement. Toutefois, la performance du marché boursier reste tributaire de plusieurs paramètres, notamment la transparence de l'information financière mise à la disposition des investisseurs.

Les scandales financiers qui ont secoué le monde ont révélé la fragilité des places boursières et l'importance de l'IF. C'est ainsi que ces places ont réagi de manière négative et spectaculaire suite à la diffusion d'informations fausses sur les résultats de certaines entreprises ; ce qui a provoqué des dégâts importants tant sur le plan économique que social, notamment aux Etats-Unis suite à l'effondrement de deux grandes entreprises à savoir, Enron et Worldcom.

Le Maroc a également connu son lot de scandales financiers, notamment avec des affaires telles que le CIH et la BNDE, ce qui montre que le problème est d'une portée mondiale, même pour les petites places boursières.

De ce fait, et dans un tel contexte des questions relatives à la transparence de l'information financière, notamment à travers le rôle des normes comptables, de la mission du commissariat aux comptes, de l'apport des organismes chargés du contrôle et de la régulation, ainsi que la valeur ajoutée des acteurs s'occupant de l'analyse et du traitement de l'information financière sont à poser en vue de vérifier l'apport et l'influence de chacun de ces intervenants en la matière.

A travers notre diagnostic documentaire et du terrain et grâce un exercice de benchmarking portant sur des expériences internationales, nous avons pu mettre en évidence les zones d'ombre qui affectent la transparence de l'information financière et bien évidemment, proposer des pistes d'amélioration du processus de la transparence de l'information financière au Maroc.

Ainsi, les principaux résultats dégagés par le présent travail s'articulent autour des idées résumées comme suit :

- La normalisation comptable au Maroc constitue un processus long. Le fait que le CNC se trouve adossé à l'administration affecte son autonomie financière dans la mesure où son rythme de travail n'est plus en phase avec un monde globalisé, si on sait l'importance cruciale de la normalisation comptable qui constitue le socle de l'information financière. Les normes comptables ne sont pas neutres même si la réalité mesurée ne dépend pas de l'outil de mesure. Or, dans les faits le contenu de l'information financière est affecté.
- Malgré que le Maroc dispose aujourd'hui d'un arsenal de textes juridiques relativement important en lien directe ou indirecte avec l'information financière, les réalités managériales sont en déphasage par rapport à ces textes. En effet, malgré que la loi sur la SA comprend un volet répressif très contraignant, certaines obligations d'ordre informationnel sont rarement respectées vis-à-vis des actionnaires et des épargnants d'une manière générale. Il s'agit notamment des contrats conclus entre les administrateurs et la société dont un avis doit être donné au commissaire aux comptes qui doit en aviser l'assemblée générale. En outre, la loi n'est pas très explicite sur les situations de conflits d'intérêt notamment en ce qui concerne l'audit réglementaire des comptes. En effet, lorsque l'audit légal se mélange avec l'activité de conseil, l'auditeur est amené à valider des montages financiers inventés par ses collègues consultants ; ce qui peut nuire des fois à la sincérité de l'information financière mise à la disposition des investisseurs. La complexité des montages financiers et la multiplicité des opérations de fusion ont compliqué davantage le travail des auditeurs.
- le fait d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires à travers le système des « stocks options »,

constitue également une source non négligeable de risque de non transparence pour l'entreprise. En effet, si l'intérêt de l'actionnaire est de maximiser la valeur boursière de l'entreprise, un dirigeant peut déployer des techniques qui gonflent artificiellement cette valeur boursière au moment même où il doit exercer ses stocks options, et ce pour s'enrichir personnellement.

- Les organes de contrôle travaillent de manière cloisonnée sans aucun échange d'information ni même de stratégie ; ce qui nuit de manière tangible à l'efficacité du système de contrôle. En outre, l'absence d'un système de garantie de la qualité de l'audit légal constitue une grande lacune quant à la certification des comptes.
- le CDVM dispose de cadres satisfaisant sur le plan qualitatif, alors que le profil de ses cadres est loin d'être adapté à l'environnement dans lequel il opère étant donné que les profils financiers font défaut.
- Pour ce qui est des moyens financiers dont dispose le CDVM pour mener sa mission, nous avons remarqué que les ressources financières couvrent à peine les charges de fonctionnement, ce qui laisse penser que le CDVM ne dispose pas d'assez de marge de manœuvre pour accomplir des investissements stratégiques en matière de contrôle de l'information financière. En outre, ces moyens financiers dépendent largement de la bonne santé du marché boursier.
- En ce qui concerne sa mission de surveillance du marché, le CDVM dispose d'un système informatisé à cet effet. Cependant, les outils utilisés ne sont qu'au début de leur exploitation et leur efficacité reste à démontrer. Par ailleurs, on note l'absence d'une interface entre le CDVM et l'OEC et qui pourrait être d'une grande utilité afin de permettre au CDVM de réagir en temps opportun.

Pour ce qui est de l'analyse et du traitement de l'information financière afin de la mettre à la disposition des investisseurs, il y a lieu de noter les constats suivants :

**Fiabilité de l'IF :** Les analystes financiers préfèrent recourir directement aux responsables de la communication financière auprès des sociétés cotées pour cueillir l'information financière. En deuxième lieu vient les publications officielles comme source principale d'information. Par ailleurs, les réunions d'information et la presse financière viennent en troisième position en tant que sources d'information. Enfin il est constaté que les analystes financiers utilisent peu ou rarement les sites web des sociétés cotées ce qui attire l'attention sur le degré de crédibilité des contenus de ces sites.

L'appréciation globale sur le degré de confiance de la fiabilité de l'information financière disponible montre un certain optimisme de la part des analystes financiers. 55 % déclarent être confiant alors que 30% sont moyennement confiant ce qui peut se justifier positivement quant à l'avenir de ce secteur. D'autre part ça montre un état d'esprit qui caractérise les analystes financiers travaillant dans le domaine qui sont majoritairement des jeunes enthousiasmés.

**Accessibilité à l'IF :** A défaut de recourir à une communication financière personnalisée les analystes financiers optent pour le déplacement aux sociétés cotées. 55,6 % déclarent faire des déplacements pour des compléments d'information.

Nous avons constaté que les interlocuteurs des analystes financiers lors de leurs visites sont à 77.8% les directeurs financiers contre seulement 70.4% pour les responsables de la communication financières. Cela montre l'implication de la gouvernance des entreprises ce qui crée un climat de confusion entre les obligations légales et les pratiques suivies.

## **Forme et contenu des états financiers**

Les volumes des états financiers sont souvent dissuasifs. Les documents sont beaucoup trop longs et découragent les lecteurs.

Les mise en page sont généralement austères : noir et blanc, texte très dense, pas d'éléments visuels. A noter qu'une présentation austère apparaît rédhibitoire, y compris pour les plus « matures » Peu / pas de clés de lecture pour favoriser une lecture rapide

En ce qui concerne la hiérarchisation de l'information, les éléments utiles/attendus ne sont pas toujours présentés en premier en l'occurrence les informations qui peuvent sembler alarmistes, voire dissuasives.

## **Qualité du traitement de l'IF**

Cette composante est traitée à travers l'existence d'écart entre l'information financière diffusée au public et celle traitée par l'analyste financier. Ainsi, 52 % de la population ciblée estime que cette divergence arrivent parfois alors que 37 % déclarent que cela ne survient que rarement.

En parallèle à cette question et celle relative au degré de confiance accordé à la problématique de transparence de l'information nous concluons que les professionnels de l'information n'expriment pas des grosses craintes en rapport avec cette question néanmoins des soucis sont émis dans l'optique d'améliorer la transparence de l'information financière de laquelle dépend le regain de confiance en matière de des décisions de recourir aux transactions boursières.

A la lumière de ce qui précède, les principales pistes susceptibles d'améliorer la transparence financière au Maroc peuvent être envisagées comme suit :

- Sur le plan stratégique nous proposons au ministère des finances l'adoption d'une vision claire basée sur une veille stratégique s'inspirant des expériences internationales. S'agissant des recommandations émises par la Banque

Mondiale, il est urgent pour le gouvernement marocain de mettre en place un mécanisme de suivi et de mise en œuvre des orientations dictées par le rapport ROSC.

- A l'instar des expériences étrangères, il est recommandé d'instituer des organismes pour la promotion de la transparence de l'IF. Il s'agit notamment de créer un organisme de régulation du métier du commissariat aux comptes et un observatoire de la communication financière.

Par ailleurs, l'instauration de l'obligation de soumettre les sociétés cotées à un système de notation via des agences agréées est en mesure de contribuer au développement de la bourse sur des bases transparentes. En outre, des actions en faveur du développement d'un tissu associatif pour la défense et la protection des intérêts des épargnants et à même de favoriser l'équilibre des forces entre les émetteurs et les investisseurs, et par voie de conséquence augmenter le nombre des transactions boursières dans un climat de transparence.

Enfin, l'implication de tous les acteurs en faveur de la transparence de l'information financière est en mesure de garantir l'équilibre recherché pour rassurer les investisseurs les amener à recourir de plus en plus au marché boursier pour fructifier leur épargne.

# BIBLIOGRAPHIE

## Ouvrage :

- Alain Choinel et Gerard Rouyer. Le marché financier : structures et acteurs, Banque éditeur, 1999.
- De la Bruslerie, Hubert. Analyse financière : Information financière et diagnostic. Paris : Ed. Dunod, 2002.
- DE BRUIN, Robert. Communication financière : image & marketing de l'entreprise. France: Editions Liaisons, 1999.
- Nicolas Véron, Matthieu Autret et Alfred Galichon. L'information financière en crise, Comptabilité et Capitalisme, Editeur : Odile Jacob, 2004.
- Anne GUIMARD. La communication financière, Edition ECONOMICA, 1998.
- Gérard CHARREAUX et Philippe DESBRIÈRES. Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale, Université de Bourgogne, 1998.
- César de Brito et all. L'investissement socialement responsable, Economica, 2005.
- Monique Canto-Sperber, Elie Cohen, Erik Izraëlewicz. Le pacte de la transparence : Acteurs et éthique de l'information financière, les Cahiers Ernst & Young, N° 6 Juin 2003.
- Jean-Yves Léger. La communication financière Bâtir et mettre en œuvre une stratégie de communication financière, Dunod, 2003

- Nicolas Véron, Matthieu Autret , Galichon. L'Information financière en crise : Comptabilité et Capitalisme, Editeur : Odile Jacob, 2004.
- Lionel Filippi, Rémi Janin. Lire et analyser l'information financière de l'entreprise Edition PUG, 2006
- Cohen E. Le nouvel âge du capitalisme, Paris : FAYARD, 2005
- FOCS, Gouvernement d'entreprise au Maroc. 2005.
- Rapport sur le respect des normes et codes. Comptabilité et audit, Banque Mondiale, 2002.
- Hubert de la Bruslerie. Analyse financière : information financière et diagnostic. Paris : Dunod, 2002.
- André CARTAPANIS. La nouvelle architecture financière internationale : Economie politique internationale et règles procédurales, AFRI, 2001.
- Le marché financier tunisien : Caractéristiques, Comparaison Internationale & Perspectives d'avenir Par: Fadhel ABDELKEFI, Tunis février 2007
- G. Gallais-Hamonno et P.-C. Hautcoeur. Histoire du marché financier français au XIXe siècle, Publications de la Sorbonne 2006, Paris.
- Philémon Rakoto. Le retraitement des états financiers et les lignes directrices en vue d'une gouvernance d'entreprise efficace : cas des entreprises canadienne, HEC, Montréal, 2005.
- Lehmann, P.-J. Histoire de la Bourse de Paris, PUF, Paris:1997
- Wikipédia : l'encyclopédie libre/ Version 0.5, 2007

- Guide : Le Maroc Economique. Edt Hammouch, 2006.
- Robert OBERT. Pratique des normes IAS / IFRS : comparaison avec les règles françaises et les IS GAAP. Paris : Edition DUNODN, 2004.
- Guide de la communication financière dédiée aux émetteurs. CDVM, 2006.
- Pierre Vernimmen : Finance d'entreprise, Ed. Dalloz, 2005.
- YILMAZ, Nabige. La démarche éthique, autorégulatrice de l'économie. Faculté de Sciences Economiques – Gestion Université I Clermont-Ferrand.
- Journal USA : Perspectives Economiques/ Février 2005.
- Rapport d'activité de la BVC 2005
- Publications de la bourse de Casablanca. Disponible sur Internet <http://www.casablanca-bourse.com>
- Publications de l'Autorité des Marchés Financiers française. Disponible sur Internet [http:// www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)
- Publications du Conseil des Marchés Financiers tunisien. Disponible sur Internet [http:// www.cmf.org.tn](http://www.cmf.org.tn)

## Articles et autres publications :

- Rapport de synthèse d'Euro RSCG Omnium § associés : Observatoire de la communication financière, France, 1996.
- Point de conjoncture n° 11 : Institut National de l'Analyse de la Conjoncture, Haut Commissariat au Plan, 2007
- Allocution de Monsieur le Ministre des Finances et de la Privatisation à l'ouverture de la Table Ronde sur le développement d'un plan d'action pour l'amélioration de l'information financière et la normalisation comptable au Maroc organisée par la Banque Mondiale les 18 et 19 février 2003 à Rabat
- Association Lyonnaise d'éthique économique et sociale. Regards croisés sur l'éthique économique. ALLEES : Lyon, 2001
- DEPF. Analyse des performances des marchés boursiers des pays signataires de l'Accord d'Agadir, Octobre 2006
- Lexique de la communication financière. Observatoire de la communication financière, Paris.
- Rapport de synthèse d'Euro RSCG Omnium § associés : Observatoire de la communication financière, France, 1996
- Ministère de l'économie et des investissements extérieurs. Revue AL Maliya, n°01, 1996
- Publication de l'APSB. Fiche didactique : Rôle de la bourse : [www.apsb.org.ma](http://www.apsb.org.ma)

- Flash conjoncture : bulletin mensuel de la conjoncture de la DEPF/ numéro 130 du janvier 2007
- Le guide de la bourse/ La vieeco, janvier 2007
- Loi sur la SA n°17/95 relative aux sociétés anonymes telle que promulguée par le Dahir n°1-96-124 du 30 août 1996
- Circulaire n° 01/98 du CDVM relative à la publication et à la diffusion d'informations financières par les personnes morales faisant appel public à l'épargne Rabat, le 27 avril 1998
- Abashi SHAMAMBA. Le Maroc prépare une charte de gouvernance des entreprises, L'économiste du lundi 4 décembre 2006.
- Guide : le Maroc économique / la bourse des valeurs de Casablanca. Edition Hammouch, 2006.
- De la communication interne à la communication de coopération. Les cahiers de la Communication interne, septembre 2000, n°7
- Fond Monétaire International : Note d'information au public n° 6/115, Washington, 2006
- Fond Monétaire International : Directive sur la norme spéciale de diffusion des données, Washington, 1998
- Revue Echo Gestion / les normes comptables internationales : les normalisateurs [www.ecogesam.ac-aix-marseille.fr/revue](http://www.ecogesam.ac-aix-marseille.fr/revue)
- Décret n°2-78-539 du 22 novembre 1978 relatif aux attributions et à l'organisation du Ministère des Finances
- Loi 17-95 relative à la Société Anonyme
- Loi 5-96 relative aux autres sociétés commerciales

- Loi n°15-95 formant code de commerce
- Dahir portant loi 1-93-211 amendé et complété par les lois 34/96,29/00 et 52-01 relatif à la Bourse
- Dahir portant loi n°1-93-212 du 21 septembre 1993, amendé par la loi 23/01 relative au CDVM
- Dahir portant loi n°1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM
- Loi n°35-96 relative au dépositaire central, promulguée par le Dahir 1-96-246 du 1/1/97, modifiée par la Loi 43-02
- Loi n°26-03 relative aux Offres Publiques
- Loi n°9-88 relative aux obligations comptables des commerçants
- Loi n°15-89 réglementant la profession d'experts comptables et instituant l'Ordre des Experts Comptables
- Règlement Général de la Bourse des Valeurs, approuvé par l'arrêté du Ministre des Finances 499/98 et amendé par l'arrêté du Ministre des finances et de la Privatisation 1994/04.
- Circulaires du CDVM :
  - 01/05 relative aux règles déontologiques devant encadrer l'information au sein des sociétés cotées.
  - 05/05 relative à la publication d'informations importantes par les personnes morales faisant APE.
  - 06/05 relative à la publication et à la diffusion d'informations financières par les personnes morales faisant APE.

# ANNEXES

## Annexe 1

### *Questionnaire : analyste financier*

*Mademoiselle, Madame, Monsieur,*

Le présent questionnaire s'inscrit dans le cadre d'un travail de recherche mené au sein de l'**ISCAE** pour l'obtention du diplôme du **CSG / Cycle Supérieur de Gestion**. L'étude portant sur « **la transparence de l'information financière au Maroc : cas des sociétés cotées à la BVC** » vise à diagnostiquer le processus de l'information financière au Maroc en vue d'apporter les éléments et les recommandations susceptibles d'améliorer la qualité de l'information financière au Maroc. Avec un diagnostic du cadre légal et normatif ainsi que le fonctionnement et les conditions d'exercice des mécanismes de contrôle des états financiers nous souhaitons enrichir le sujet avec le recours à l'avis des prescripteurs et des spécialistes de traitement de l'information financière qui ne sont autres que vous les analystes financiers. Votre double rôle de conseil et d'assistance à la fois des investisseurs et des émetteurs vous placent au centre de la question d'appréciation de la qualité de l'information financière diffusée et échangée au sujet des sociétés cotées à la bourse des valeurs de casablanca.

Nous comptons beaucoup sur votre collaboration qui constitue la clé de voûte pour la réussite de la présente étude que nous jugeons très utile pour l'accompagnement du développement d'un secteur en pleine croissance.

Nous vous remercions de bien vouloir remplir attentivement ce questionnaire en ayant la certitude que la confidentialité des réponses et l'anonymat des répondants sont garantis et que seuls les résultats globaux seront publiés.

**1 - Identification :**

**E-mail professionnel :** .....

**Sexe :** F  M

**Age :**

**Nombre d'années d'exercice du métier d'Analyste financier :** .....

**Formation :**

Ecole de commerce  Ingénieur  DESS/DEA  autre

**2 - Avez-vous une formation d'analyste financier ? :** Oui  Non

Si oui précisez : SFAF  CIIF  Autre (précisez SVP)

**3 - Etablissement actuel d'exercice :**

Société de bourse

Banque d'affaire

OPCVM

SICAV

Autre (précisez SVP)  .....

**4 - Fonctions :**

.....

.....

.....

.....

...

**5 - Êtes vous membre de la SMAF :** Oui  Non

**Si non pourquoi ?**

.....

.....

.....

.....

**6 - Dans votre métier qu'est ce que vous entendez par analyse financière ?**

Analyse économique

Analyse financière ou comptable

Analyse boursière

### 7 - Quelles sont vos sources d'information ?

Sources d'information financière	Très régulièrement	Assez régulièrement	Occasionnellement	Jamais ou presque
Courrier, dossiers dédiés				
Réunion d'information				
Personnes chargées de la communication des sociétés cotées				
Publications officielles				
Presse financière				
Site web de la société cotée				
Autres (précisez SVP)				

### 8 - Vous vous déplacer auprès des entreprises cotées pour le complément d'information :

- Très souvent
- Parfois
- Rarement
- Jamais

### 9 - Votre interlocuteur lors des visites de terrain des sociétés cotées est :

- Le responsable de la communication financière
- Le directeur financier,
- Le directeur général

- Le PDG
- Autre (précisez SVP)

**10 - Les sociétés cotées exercent elles une communication financière ciblée vis-à-vis des analystes financiers « one to one »**

Très souvent  Parfois  Rarement  Jamais

**11 - Les sociétés cotées organisent elles des conférences de presse d'information financière?**

Très souvent  Parfois  Rarement  Jamais

**12 - Forme de présentation des états de l'information financière**

Forme de présentation de l'information financière	Très satisfait	Satisfait	Moyennement satisfait	Insatisfait
Présentation				
Volume				
Mise en page				
Facilité de lecture				
Clé de lecture				
Hierarchisation de l'information financière				

**13 - Comment vous jugez le délai légal de la diffusion des états financiers des sociétés cotés à la BVC ?**

Très adaptées  Moyennement adaptées  Inadaptées

**14 - Comment jugez-vous les délais de publication de l'Information financière par les sociétés cotées à la BVC ?**

Délai de publication de l'information financière	Trop long	Long	Normal	Court	Très Court

Information semestrielle					
Information annuelle					
Information importante					

**15 - Avez-vous des propositions**

.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....

**16 - Le degré de disponibilité de l'information pertinente requise pour l'exercice de votre métier**

Type d'information	Très Disponible	Moyennement Disponible	Peu Disponible	Indisponible
Comptes bilan et résultat				
Les engagements hors bilan				
Compte consolidé				
Stratégie de l'entreprise				
Objectifs de l'entreprise				
Facteurs de risques				
Principaux détenteurs du capital social				
Information sur les membres du conseil d'administration et les principaux dirigeants de l'entreprise				
Information pertinente sur les salariés				
Structures d'organisation				
transactions ou partenariat effectuées avec des parties liées				

**17 - Quel degré de confiance accordez vous à la fiabilité de l'information financière disponible ?**

- Très confiant
- Confiant
- Moyennement confiant

- Peu confiant
- Inconfiant

**18 - Quels moyens utilisez vous pour la vulgarisation de l'information financière auprès de investisseurs ?**

.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....

**19 - Existent-ils des écarts entre l'information financière diffusée au public et celle traitée par l'analyste financier ?**

Très souvent       Parfois       Rarement       Jamais

**20 - Quelles sont les difficultés rencontrées dans l'exercice du métier de l'analyste financier ?**

.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....

**21 - Quelles sont vos suggestions et recommandations pour l'amélioration de la transparence de l'information ?**

.....  
.....  
.....  
.....  
.....

## Annexe 2

### Guide d'entretien CDVM

#### I – Fonctionnement

##### 1. Stratégie

Stratégie : dispose t-il d'un plan stratégique en matière de surveillance des marchés ?

##### 2. Gestion du CDVM

Différentes commissions, notamment commission des sanctions.

Gestion collégiale : membres

##### 3. Organisation et RH :

- Organigramme :
- Moyens humains : personnel dédié à la mission de surveillance
- Moyens techniques : système d'information, bases de données,
- Profils des RH/mission de contrôle de l'information publiée
- collecte de l'information financière/ respect des entreprises cotées de cette disposition

##### 4. Cadre légal

- Efficacité des circulaires de CDVM car n'ont pas une force de loi
- Voies de recours dissuasifs ?

##### 5. Ethique

Dispose t-il d'un code d'éthique et déontologique

## 6. Autres

- % rapports certifiés avec réserves et non certifiés des sociétés cotées)
- existe-t-il des formes de collaboration avec d'autres organismes/ CNC, ordre des experts comptables, auditeurs externes etc.
- échange d'information
- retraitement des états financiers (publications rectificatives)

## II – Régulation et surveillance

1. **Risque** lié à la surveillance du marché : CDVM, , base de données pour détecter les entreprises à risque, notamment à l'occasion des départs de personnel, , , CDVM dispose t-il d'un mécanisme pour identifier les entreprises à plus de 100 actionnaires,
2. **Suspension de la cote** pour non-conformité aux conditions de divulgation de l'information financière.
3. **Radiation de sociétés cotées** pour non-conformité aux conditions de divulgation,
4. **Dispositions de l'article 20 de la loi sur CDVM**

## Annexe 3

### Guide d'entretien CNC

**Présentation générale**

**Création et historique**

**Membres :**

**Tutelle :**

#### **I- Etat d'avancement des recommandations de ROSC**

Le plan d'action du pays comporte quatre éléments essentiels visant à améliorer l'information financière des entreprises :

- l'adoption de normes comptables qui favorisent une information financière transparente ; Consolidation des comptes (absence de cette disposition du CGNC)
- le développement de la profession comptable et l'amélioration de la qualité des audits statutaires des états financiers ;
- l'institution de mécanismes de contrôle efficaces et effectifs des états financiers préparés en conformité avec les normes comptables internationales par les *entités d'intérêt public*;
- La mise à disposition du public des états financiers des entreprises.

#### **II - Processus de normalisation**

- Lourd selon le ministre des finances

- Stade de normalisation/IFRS USGAAP

### **III - moyens du CNC**

- moyens financiers
- moyens humains
- locaux

### **IV - relations**

- Avec MF
- CDVM
- Avec l'ordre des experts comptables

## **Annexe 4**

### **Guide entretien DTFE**

#### **I - Stratégie ou vision suivie dans l'organisation des marchés financiers et en particulier le marché boursier**

#### **II - Suivi des recommandations de ROSC (rapport sur le respect des normes et codes en matière de comptabilité Avril 2002)**

- Sur le plan de la normalisation comptable, pour plus de flexibilité, il conviendrait de ne laisser dans la loi que les principes généraux devant régir le cadre comptable et de renvoyer aux règlements les aspects d'ordre pratique ou pouvant évoluer rapidement.
- Il conviendrait que le CNC dispose de ses propres ressources humaines et financières
- Sur le plan du cadre institutionnel relatif aux personnes morales faisant appel public à l'épargne, il convient d'amender la loi sur le CDVM. À l'instar de ce qui est proposé pour le CNC, l'idée est de ne laisser dans la loi que les principes généraux et de renvoyer aux circulaires du CDVM les aspects d'ordre pratique ou pouvant évoluer rapidement .
- le législateur devrait octroyer au CDVM une plus grande autonomie dans la levée des amendes.
- Sur le plan du cadre législatif et réglementaire relatif au contrôle des comptes sociaux, certains amendements à la loi sur la SA et aux autres textes réglementaires sont proposés pour renforcer le cadre actuel :
- Sur le plan de l'information financière, le cadre législatif et réglementaire doit être revu afin que les investisseurs aient accès à une information financière suffisante, dans un délai

raisonnable, et de façon aisée. La publication de l'information financière sur Internet devrait être considérée.

- Procédures complexes de publication de l'information financière selon le Ministère des finances
- Normes : vers quoi se dirige t-on ? IFRS, USGAAP (sachant que les sociétés cotées en Europe ont adoptées les IFRS depuis 2005)
- Métier des experts comptables : par qui est jugée la qualité de la profession en plus de l'OEC (puissance publique) ?
- Conflit d'intérêts (CDVM, SDB, AF, audit, etc) : rôle de la DTFE/ code déontologique
- l'adoption des amendements législatifs nécessaires afin d'améliorer la collaboration plus particulièrement en matière d'échange et de communication d'information entre le CDVM, les vérificateurs externes et le CNC
- La création d'un observatoire de la communication financière : veille en information financière

## Annexe 5

### Guide d'entretien SMAF

#### I - Organisation du métier de l'analyste financier

- Nombre d'analystes financiers
- Formation des analystes financiers
- Règles d'accès à la profession
- types d'analystes financiers (sell-side et buy-side)
- les AF peuvent-ils travailler pour le compte des banques d'investissement ?
- mode de rémunération des AF (salaire, commission, bonus, etc)
- code d'éthique de la profession
- Organisation de la SMAF

#### II - Exercice du métier

- Statut d'organisation du métier de l'analyste financier
- Etendue et envergure dans lesquelles intervient l'analyste financier (son action cible uniquement son portefeuille de sociétés cotées ou elle peut être très large)
- Objectivité des analyses émises et protection de l'autonomie de jugement
- Que pensez-vous de la règle du « black out » marquée par le silence des AF lors de l'entrée en lisse d'une nouvelle cotation.
- Existent-ils des bureaux d'études qui offrent des services privés en analyse financière.
- Reconnaissance de la profession d'analyste financier
- CIIF Certified International Investment Analyst (certificat reconnu mondialement)

- Membre de L'ACIIA Association of Certified International Investment Analyst
- Relation avec les autres organismes CDVM ou DTFE

## Annexe 6

### Guide d'entretien CGEM

Président du comité éthique et gouvernance : *M. Rachid BELKAHIA*

#### I Ethique des affaires

- Comment vous définissez l'éthique des affaires dans le contexte marocain ?
- Y a-t-il une crise d'éthique chez les entreprises marocaines ?
- Peut-on parler de l'immoralisme comme mode de gestion des entreprises ?
- Quels moyens sont à déployer pour promouvoir l'éthique des affaires des entreprises marocaines et spécialement des sociétés cotées ?
- Jusqu'à quel point l'arsenal juridique ainsi que les codes de déontologie des différentes professions CDVM, SBVC, sociétés de Bourse, sociétés cotées, commissaires aux comptes, ...) contribuent à la création d'un environnement d'éthique favorable à la diffusion d'information financière de qualité

#### II Gouvernance des entreprises

- Quelle lecture vous faites du rapport établi par le cabinet focs en 2005 sur l'état de la gouvernance des entreprises au Maroc ?
- Comment vous jugez le principe de base de la gouvernance à savoir la transparence appliquée aux pratiques des entreprises cotées à la BVC ?
- La préoccupation centrale de la Gouvernance d'Entreprise est de minimiser le risque de capture des bénéfices par les insiders dans le but d'encourager la confiance des investisseurs et de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise. Comment ca se passe concrètement ?
- Existe-t-elle une liaison directe entre la bonne gouvernance et les niveaux de performance de l'entreprise ?

- Les organes de régulation sont ils en mesure de garantir une bonne gouvernance ?
- Quelles sont les actions entreprises par le comité pour la promotion de l'éthique d'affaires et la bonne gouvernance des entreprises marocaines et particulièrement les sociétés cotées ?

## **Annexe 7**

### **Guide d'entretien OEC**

#### **I - Organisation du métier de l'expertise comptable**

- Organisation
- Régulation
- Formation
- le développement de la profession comptable et l'amélioration de la qualité des audits statutaires des états financiers ;
- l'institution de mécanismes de contrôle efficaces et effectifs des états financiers préparés en conformité avec les normes comptables internationales par les entités d'intérêt public; et

#### **II - Processus de normalisation**

- Evaluation globale
- Mesure d'accompagnement des l'entrée des normes IFRS

#### **III - Relations**

- Avec le Ministère des Finances
- Les sociétés cotées
- CDVM
- Le CNC

#### **IV - Peut-on parler de la comptabilité créative au Maroc ?**

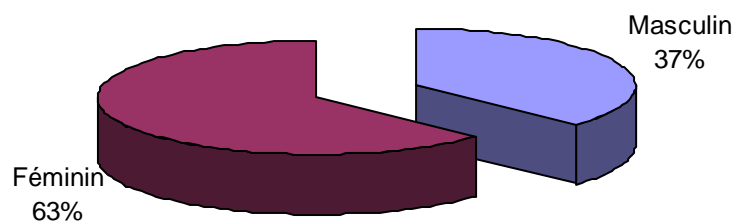
## Données socio démographique de la population ciblée

Sur le nombre de **30** analystes financiers ciblés au préalable de l'étude auxquels le questionnaire a été adressé nous avons eu 27 réponses. Ce qui porte le taux de réponse dans cette enquête à **90 %**.

### 1. Sexe

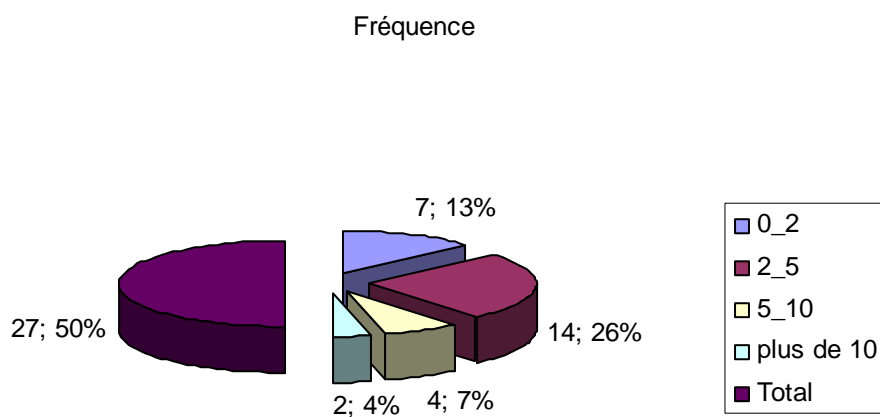
	Fréquence	%
Masculin	10	37,0
Féminin	17	63,0
Total	27	100,0

### Repartition de la population enquêtée par sexe



## 2. Répartition des analystes financiers selon le nombre d'années d'exercice du métier

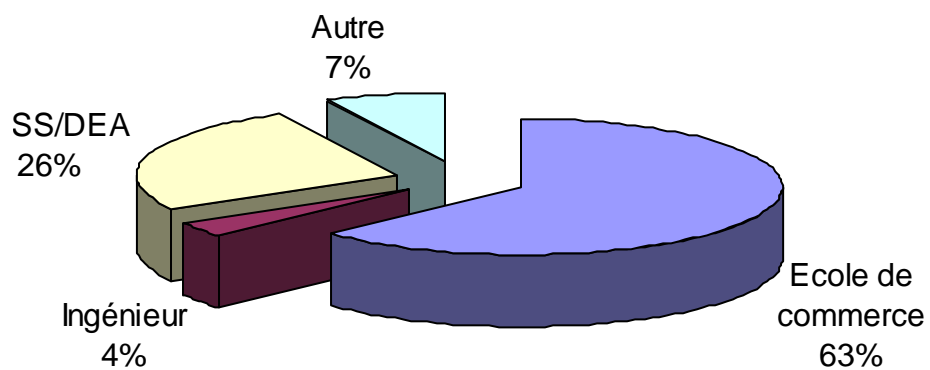
	Fréquence	%
0_2	7	25,93
2_5	14	51,85
5_10	4	14,81
plus de 10	2	7,41
Total	27	100



### 3. Formation de base des analystes financiers

	Fréquence	%
Ecole de commerce	17	63,0
Ingénieur	1	3,7
DESS/DEA	7	25,9
Autre	2	7,4
Total	27	100,0

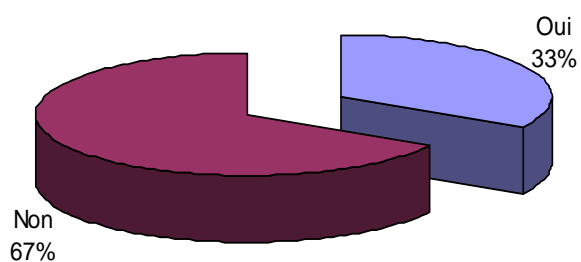
Répartition de la population enquêtée selon la formation



#### 4. Formation d'analyste financier

	Fréquence	%
Oui	9	33,3
Non	18	66,7
Total	27	100,0

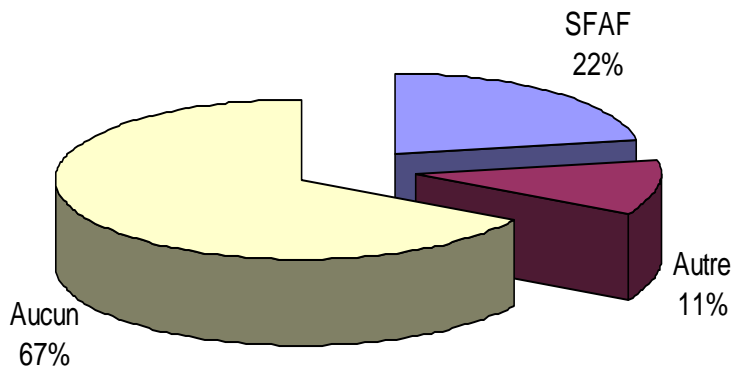
Répartition selon le suivi d'une formation d'analyste financier



#### 5. Type de formation

	Fréquence	%
SFAF	6	22,2
Autre	3	11,1
Aucun	18	66,7
Total	27	100,0

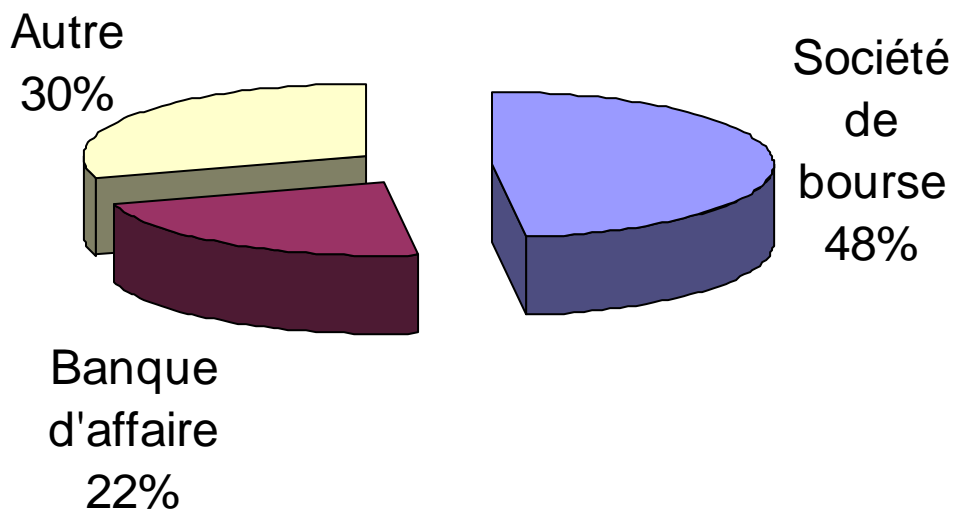
### Type de formation



### 6. Etablissement actuel d'exercice

	Fréquence	%
Société de bourse	13	48,1
Banque d'affaire	6	22,2
Autre	8	29,6
Total	27	100,0

### Etablissement d'exercice



## 7. Fonction

	Fréquence	%
Sans réponse	7	25,9
Analyse financière et évaluation des entreprises	1	3,7
Analyste financier	6	22,2
Analyste financier senior	2	7,4
Analyste secteur industrie	2	7,4
Chargé d'affaires "corporate"	1	3,7
Chercheur en finance	1	3,7
Directeur financier	2	7,4
Journaliste financier	2	7,4
Responsable recherche et analyse actions	1	3,7
Responsable recherche secteur industrie	2	7,4
Total	27	100,0