

PH:ABR-776

81758

**DEVELOPPEMENT DE LA BOURSE MAROCAINE**

**Rapport final**

**Volume 1**

**Ma' 1991**

**USAID/Rabat**

*Price Waterhouse*



Le 31 Mai 1991

Mark Krackiewicz  
Program Economist  
USAID/Rabat  
137 Avenue Allal Ben Abdellah  
B.P. 120  
Rabat, Maroc

Cher Monsieur Krackiewicz,

Réf.:       Projet de développement du secteur financier  
          AID/APRI.  
          Contrat n° PDC-2206-Z-00-8191-00  
          USAID/Rabat - Développement de la Bourse de  
          Casablanca  
          PIO/T n° 263-0102-3-3017

Veillez trouver ci-joint 40 exemplaires de notre rapport final et 10 exemplaires des appendices sur la tâche assignée au FSDP concernant le développement de la Bourse de Casablanca à Rabat. Un exemplaire a été adressé à Sandra Frydman, APRE/EM.

C'est avec plaisir que nous avons apporté notre aide à USAID/Rabat pour cette tâche importante. Dans l'attente d'une nouvelle collaboration avec votre Mission, nous vous prions d'agréer, cher Monsieur Krackiewicz, nos salutations distinguées.

J. Richard Breen  
Chef de projet, FSDP

Pièces jointes

## TABLE DES MATIERES



A.	INTRODUCTION . . . . .	1
	1. Historique et origines du projet . . . . .	1
	2. Plan de travail révisé pour le présent projet . . . . .	1
	3. Composition du personnel et méthodologie du projet . . . . .	2
	a. Composition du personnel . . . . .	2
	b. Méthodologie . . . . .	3
B.	LA BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA ET LES ETABLISSEMENTS CONNEXES . . . . .	4
	1. La Bourse des valeurs de Casablanca . . . . .	4
	a. Admission à la cote officielle et opérations de bourse . . . . .	4
	b. Opérations de bourse . . . . .	5
	c. Direction de la Bourse . . . . .	5
	2. Conseil National des Valeurs Mobilières . . . . .	6
	a. Objet . . . . .	6
	b. Composition des membres . . . . .	7
	c. Responsabilités du CNVM en matière de supervision . . . . .	7
	3. Projet de restructuration de la Bourse . . . . .	7
	4. Projet de loi établissant les règles boursières . . . . .	8
	5. Autres projets de la Bourse . . . . .	10
	6. Questions juridiques . . . . .	11
	7. Comptabilité et audit . . . . .	11
	8. Imposition . . . . .	12
	9. Compagnies d'assurances . . . . .	13
	10. Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG) . . . . .	15
	11. Caisses de retraite . . . . .	15
	12. Concurrence en matière d'épargne . . . . .	15
	13. Autres intermédiaires financiers . . . . .	16
C.	RECOMMANDATIONS ET CONCLUSIONS . . . . .	17
	1. Transition de la bourse vers le secteur privé . . . . .	17
	2. Intérêt du public pour les valeurs mobilières et structure du marché . . . . .	18
	3. Importance d'un vaste actionnariat dans le public . . . . .	21
	4. Loi sur les valeurs mobilières . . . . .	22
	5. Agrément des sociétés admises à la cote et des membres . . . . .	24
	6. Installations de la Bourse des valeurs . . . . .	25
	7. Règlement . . . . .	26
	8. Intervenir sur le marché et effectuer des opérations . . . . .	27
	9. Ventes en position courte par le biais de contrats à livraison décalée . . . . .	27
	10. Opérations hors bourse . . . . .	29
	11. Commissions . . . . .	30
	12. Offres publiques d'achat et ventes de titres secondaires . . . . .	33
	13. Promotion centralisée . . . . .	34



14.	Banques en tant que membres et encouragement des sociétés d'agents de bourse non bancaires . . . . .	34
15.	Bourses multiples pour le Maroc . . . . .	36
16.	Propositions de communication d'informations financières . . . . .	37
17.	Officiers ministériels du Gouvernement . . . . .	38
18.	Loi sur les faillites . . . . .	38
19.	Comptabilité et audit . . . . .	39
20.	La politique fiscale empêche la croissance du marché du capital-risque . . . . .	39
21.	Compagnies d'assurances . . . . .	39
22.	Fonds communs de placement . . . . .	40
23.	Obligations de sociétés . . . . .	40
24.	Recommandations dans le cadre des propositions de réglementation . . . . .	41

## RESUME ANALYTIQUE

A la suite des recommandations faites par la Banque Mondiale et le Fonds Monétaire International, le Maroc a entamé en 1984 un programme de libéralisation du secteur financier et a entrepris la réforme du secteur financier. Une partie du programme de réforme consiste à faire ranimer les marchés de capitaux. Afin de s'atteler à cette tâche, le Ministère des finances Marocain a élaboré de nouvelles lois et de nouvelles réglementations destinées à améliorer le fonctionnement des marchés de capitaux au Maroc.

L'équipe Price Waterhouse, sous-traitant pour le Projet de Développement du Secteur Financier (FSDP), a étudié les lois proposées concernant la création d'une administration des marchés de capitaux et d'autres mesures destinées à réformer la Bourse. L'équipe a trouvé que, bien que des changements structurels et de réglementation soient nécessaires, la Bourse de Casablanca était en général très bien gérée malgré le faible niveau de valeurs négociées et de transactions.

La réforme des marchés de capitaux en général et de la Bourse de Casablanca en particulier est vitale pour la privatisation importante prévue au Maroc des entreprises publiques et de la réorientation vers une économie de marché. A cette fin, l'équipe a émis les recommandations et les conclusions suivantes : une vaste répartition dans le public des actions des entreprises marocaines et la liquidité de la Bourse qui en résultera sont des facteurs essentiels; une organisation unique et linéaire pour la réglementation et le fonctionnement du secteur du commerce des valeurs mobilières devra être créée. Des améliorations fondamentales sont également nécessaires dans la législation sur les valeurs mobilières afin d'y inclure des dispositions plus globales pour l'administration responsable des marchés de capitaux, la communication des informations financières concernant les sociétés, la protection des porteurs d'actions et d'obligations minoritaires ainsi que les conditions pour l'émission de titres dans le public. Lorsque le nombre d'opérations augmentera, la Bourse des valeurs devra être privatisée et devenir une organisation commerciale auto-contrôlée. Ce changement devra se faire de concert avec la privatisation accrue des sociétés marocaines.

L'équipe a recommandé que le régime réglementaire soit établi sur la base du principe d'une divulgation complète; un tel système sera plus efficace à long terme que l'examen actuel proposé qui serait fait sur la base des qualités intrinsèques par la Commission de bourse et l'administration responsable des marchés des capitaux. L'équipe a de plus recommandé que chaque société cotée fournisse dans son prospectus pour de nouvelles émissions, un plus grand nombre d'informations que ce qui est actuellement proposé. L'équipe a également insisté sur le fait que les

principes comptables devraient être approuvés par le Parlement et appliqués de façon stricte. Des rapports financiers périodiques devront être exigés de toutes les sociétés admises à la cote officielle ainsi que de toutes les sociétés qui recherchent d'importants financements bancaires.

Le système complexe d'imposition des dividendes, des intérêts et des plus-values empêche celui-ci d'être utile à l'égalisation de la concurrence du marché en matière d'épargne.

L'équipe a également pris note des domaines dans lesquels des études ultérieures seraient nécessaires avant de pouvoir émettre des recommandations détaillées. Par exemple, l'équipe a recommandé une étude approfondie des opérations hors cote afin de rassembler tous détails sur un grand nombre d'opérations de ce genre. Des études ultérieures sont également nécessaires sur les offres publiques d'achat et sur les ventes de titres secondaires avant que l'on puisse mettre en place des réglementations.

L'équipe n'a pas recommandé l'adoption de toutes les propositions qu'elle a étudiées. Par exemple, les dispositifs proposés pour les ventes en position courte ne devraient pas être retenus. En outre, l'équipe n'a pas vu la nécessité d'établir de multiples bourses de valeurs au Maroc. Bien que l'on ne doive pas interdire les initiatives privées, étant donné les conditions actuelles des marchés financiers au Maroc, une seule bourse des valeurs est suffisante.

Outre le texte du présent rapport, un certain nombre d'annexes sont jointes en appendice (et présentées dans un volume séparé) qui illustrent plus en détail un plan de fonctionnement global pour la Bourse des valeurs de Casablanca. Contrairement aux commentaires sur les pratiques actuelles qui sont présentés dans le corps du rapport, les annexes présentent un modèle de fonctionnement de la Bourse à court et à long terme et décrivent de façon plus détaillée de nombreux concepts, procédures, et recommandations spécifiques. Les annexes sont données pour servir de base au développement d'une réglementation et d'une législation appropriées et sont fondées sur la vaste expérience que le consultant a obtenue au sein de la Bourse des valeurs de New York et par le biais de son travail auprès des bourses de valeurs en formation de par le monde.

## **A. INTRODUCTION**

### **1. Historique et origines du projet**

Au début des années 80, le Maroc a traversé une grave crise économique, caractérisée par une inflation élevée, des déficits budgétaires et de la balance des paiements ainsi que des taux d'intérêt réels négatifs. En 1984, le Gouvernement marocain a mis en place un programme de réforme du secteur financier avec l'aide de la Banque Mondiale. Les objectifs du programme de réforme étaient de stimuler et d'approfondir le développement du marché des capitaux.

Une équipe de Price Waterhouse a été engagée en octobre 1989 pour évaluer l'évolution du secteur financier du Maroc entre 1984 et 1989. L'équipe a entrepris l'analyse des réformes de politique économique proposées et a préparé des recommandations pour un suivi d'assistance technique financé par le biais du Projet de développement du secteur financier (FSDP) de USAID visant à apporter son soutien au programme de réforme. Les recommandations de l'équipe du FSDP ont été axées sur les objectifs du Gouvernement en matière de développement des marchés de capitaux au Maroc. A la suite de ces recommandations, deux contrats ont été passés avec Price Waterhouse, contrats qui se sont déroulés simultanément en septembre et octobre 1990. Ce rapport, qui est le résultat de l'une des deux tâches assignées, propose et recommande les changements qui amélioreraient le fonctionnement de la Bourse des valeurs de Casablanca.

Il convient de remarquer que le présent rapport comprend diverses analyses qui n'étaient pas incluses dans le plan de travail d'origine mais qui ont été demandées une fois l'équipe arrivée au Maroc. Les questions étudiées dans ces analyses sont les suivantes : proposition d'une nouvelle législation créant une commission des valeurs mobilières en de nombreux points différente de celles existant dans d'autres pays; des dispositions de lois concernant les sociétés d'investissement, les ventes de titres primaires et secondaires de valeurs mobilières, la législation des prises de contrôle et les ventes en position courte au travers de contrats à livraison décalée.

### **2. Plan de travail révisé pour le présent projet**

L'équipe du FSDP a été engagée pour :

- Analyser l'état actuel du marché boursier.
- Etudier la législation proposée en ce qui concerne l'organisation de la Bourse des valeurs, les normes de comptabilité et d'audit, la communication des données financières, les droits des actionnaires et les sujets connexes.

- Offrir des conseils sur la cohérence et la convenance de la législation proposée.
- Formuler les révisions proposées de la législation et fournir la raison de ces recommandations en faisant spécialement référence à l'expérience d'autres marchés boursiers de pays développés et en développement ainsi qu'à l'analyse du fonctionnement actuel des marchés financiers du Maroc.
- Comparer les différences entre les régimes fiscaux du rendement des investissements dans des instruments financiers, dans l'immobilier et dans les prises de participation au capital de sociétés. Comparer les réglementations fiscales marocaines avec l'imposition sur les dividendes et les plus-values dans d'autres pays en développement et avec l'imposition pour d'autres types d'instruments financiers dans ces pays.
- Calculer si le régime fiscal proposé pour les plus-values sur les valeurs en portefeuille et les dividendes serait suffisant pour créer la demande d'achat d'actions en bourse et effectuer les recommandations appropriées.
- Analyser les pratiques de courtage et de souscription de nouvelles émissions.
- Evaluer le bien-fondé des mesures d'encouragement actuelles et proposées pour stimuler une plus large gamme de fonctions de courtage et de souscription, tenter de déterminer si les établissements financiers marocains sont prêts à étendre et approfondir la gamme des services de courtage et de souscription et proposer les recommandations appropriées.
- Examiner le statut juridique et réglementaire des investisseurs institutionnels, comme les compagnies d'assurance, la Caisse de Dépôt et de Gestion. Déterminer si, et dans quelles conditions, ces établissements pourraient avoir plus de liberté pour investir et négocier des actions. Décrire comment on pourrait encourager de nouveaux organes d'investissement comme les fonds communs de placement, les clubs d'investissement et les banques d'investissement.

### **3. Composition du personnel et méthodologie du projet**

#### **a. Composition du personnel**

Une équipe de deux personnes a été engagée pour mener à bien cette tâche. Monsieur Robert M. Bishop, Directeur central et chef du Département réglementation de la Bourse des valeurs de New York, maintenant à la retraite, était le chef de l'équipe.

Depuis son départ en retraite, Monsieur Bishop a assisté de ses conseils des bourses naissantes en Afrique, en Asie, en Europe de l'Est et dans les Caraïbes.

Monsieur Bishop était assisté de Richard Dangay, ressortissant français du Département conseil international de Price Waterhouse à Washington.

b. Méthodologie

Les consultants du FSDP ont eu des entrevues avec des responsables de USAID/Maroc et du Ministère des finances ainsi qu'avec des dirigeants du secteur privé. L'équipe a en outre mené à bien l'étude approfondie des documents fournis par le Ministère des finances.

## **B. LA BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA ET LES ETABLISSEMENTS CONNEXES**

### **1. La Bourse des valeurs de Casablanca**

La Bourse des valeurs de Casablanca, dont le nom juridique est la Bourse des valeurs, date de 1929. Bien que ses installations soient antérieures à l'indépendance, elles sont supérieures à celles des bourses plus actives de Jamaïque et de Sri Lanka et à celles des bourses à très faible volume de Yougoslavie et de Hongrie. Le personnel de Casablanca, au nombre de quatorze, est plus nombreux que celui d'aucune des bourses mentionnées ci-dessus. La Bourse de Casablanca est auto-suffisante (bien qu'elle utilise un espace gratuit dans un bâtiment gouvernemental). Cette indépendance financière est due à un impôt masqué sous forme d'une commission de bourse payée sur les transactions hors cote qui doivent être enregistrées dans le Bulletin de la Bourse.

Sur les quatorze membres de la Bourse, douze sont des banques, un est la filiale inactive d'une banque et le dernier est la filiale de deux établissements financiers publics. Les membres bancaires tirent profit des activités bancaires associées au courtage, comme la commission d'émission des coupons de dividendes, le délai d'encaissement d'approximativement dix jours pour la collecte des dividendes sur les valeurs détenues par les établissements financiers et le fonds de roulement provenant des paiements anticipés sur les achats de valeurs mobilières.

#### **a. Admission à la cote officielle et opérations de bourse**

Des avoirs en or, des actions et des obligations, notamment des effets publics, sont admis à la cote officielle et font l'objet d'opérations boursières. Les valeurs admises à la cote comprennent les émissions d'actions de 71 sociétés ainsi que 47 émissions d'effets publics ou garantis par l'Etat. La valeur totale des opérations de bourse était en 1989 de 254 millions de dirhams (31,2 millions de dollars des Etats-Unis) et 417 millions de dirhams (51,3 millions de dollars des Etats-Unis) en hors cote.

Le volume d'opérations a récemment atteint à la Bourse de Casablanca des niveaux historiques; il est élevé en comparaison avec les volumes des opérations dans d'autres pays de taille similaire, mais l'activité de la Bourse est relativement faible. Divers facteurs expliquent cette situation. Tout d'abord, plus de 60 % des valeurs cotées sont négociées de façon non concurrentielle hors bourse. (Cette activité est toutefois considérée comme des opérations boursières lorsqu'elles sont déclarées et qu'une commission est payée au travers de la Bourse.) Deuxièmement, moins de 3 % des valeurs des sociétés cotées sont détenues par un grand nombre d'actionnaires. La

plupart d'entre elles sont détenues par paquets, soit par l'Etat ou par les 20 établissements financiers, dont certains sont des établissements publics. Ce sont ces opérations occasionnelles sur paquets d'actions de valeurs à nombre limité d'actionnaires, généralement à des cours qui diffèrent de ceux du marché boursier, qui constituent le niveau comparativement élevé du volume hors bourse et qui financent la Bourse. La déclaration faite par les participants à ces opérations est généralement faite très en retard, ce qui empêche toute influence du cours de la négociation de paquets d'actions sur le marché boursier.

La Bourse du Maroc est très bien gérée et la perception qu'a actuellement le public de la Bourse, comme étant inefficace, est le reflet de la faiblesse de la structure commerciale actuelle du Maroc plutôt que de celle de la Bourse.

#### b. Opérations de bourse

Les opérations de bourse à la corbeille semblent adéquates mais elles ne sont pas clairement décrites dans la législation. Le système utilisé pour comparer les opérations des membres sur une certaine période afin de minimiser les livraisons et les paiements d'argent entre les membres est particulièrement efficace et meilleur qu'il ne l'est habituellement pour les bourses au même niveau de développement.

Le processus de liquidation (fin des contrats par échange de valeurs et d'argent) est toutefois inhabituel. Les clients acheteurs doivent payer avant d'effectuer un contrat à la corbeille. Les agents de bourse acheteurs payent en argent dans les 24 heures et les agents vendeurs remettent immédiatement le produit en argent à leurs clients. Toutefois, les soldes des valeurs négociées ne sont livrés entre les agents de bourse que deux fois par mois, ce qui accroît le risque d'une faillite ou d'une fraude possible de l'un des membres. Les titres au porteur ne sont pas fongibles en ce qui concerne les opérations entre deux clients d'un même agent de bourse mais elles sont fongibles dans le système de livraison du solde.

Dans la plupart des autres marchés, le paiement des titres entre les agents de bourse et les banques n'est fait que contre la livraison simultanée des titres afin de minimiser le risque. Au Maroc, il semble que la confiance inhabituelle dans le paiement des titres bien avant la livraison soit due au fait que la plupart des membres sont des banques, ces dernières étant généralement considérées comme ne pouvant faire faillite.

#### c. Direction de la Bourse

La direction décentralisée de la Bourse consiste en un Conseil d'administration, un Comité technique, un Directeur général et un représentant de l'Etat. Le Conseil d'administration, composé de

cinq représentants de l'Etat et de cinq représentants des associations financières connexes a la responsabilité des affaires financières de la Bourse. Les procédures opérationnelles, pour l'accord d'admission à la cote et l'agrément des nouveaux membres sont déterminées par le Comité technique qui est composé de deux responsables de l'Etat et de trois représentants des associations financières élus par l'Association des agents de bourse. Le Directeur général et porte-parole de la Bourse est un directeur nommé par décret royal qui applique les décisions du Conseil et du Comité technique. Le directeur n'est toutefois pas tenu de dépendre de ces organismes.

Le représentant de l'Etat est nommé par le Ministre des finances pour superviser l'exécution de la réglementation et les décisions concernant l'organisation et le fonctionnement de la Bourse. Il siège au Conseil d'administration et aux réunions du comité et il a le pouvoir, rarement exercé, de s'opposer aux décisions prises par ces organes, décisions qui sont alors soumises à l'arbitrage du Ministre. Il n'y a actuellement aucune administration publique des marchés de capitaux.

Suivant en cela le conseil du Roi du Maroc, le Parlement a ordonné la privatisation de nombreuses entreprises publiques et une réorientation vers l'économie de marché. Le renforcement de l'infrastructure financière du Maroc est perçue comme un élément de base de cette transformation économique. Le Ministre des finances a proposé une législation visant à restructurer la Bourse et à mettre en place une surveillance de l'Etat au travers du Conseil national des valeurs mobilières (CNVM) équivalant à une administration des marchés de capitaux. Il est prévu que la nouvelle législation établisse également des règles supplémentaires et des réglementations fiscales pour la Bourse et le CNVM.

## **2. Conseil National des Valeurs Mobilières**

### **a. Objet**

Un Comité, représentant le Ministère des finances, la Bourse des valeurs de Casablanca, les intermédiaires, la Banque centrale et les banques a rédigé un projet de création de Conseil national des valeurs mobilières (ci-après dénommé CNVM). Son objet est d'assurer la surveillance des affaires relatives aux valeurs mobilières, remplaçant ainsi le Comité technique de la Bourse qui approuve actuellement les nouvelles admissions à la cote et les membres de bourse. Le CNVM sera l'autorité supérieure de l'Etat en matière de valeurs mobilières. Il sera également chargé de l'amélioration de l'efficacité et du dynamisme des marchés de titres au Maroc.

## b. Composition des membres

La composition des membres du CNVM proposé n'est pas encore décidée. Il n'est pas sûr que le Président soit employé à plein temps ou à temps partiel ni s'il devrait appartenir au secteur public ou au secteur privé. Les six autres membres du CNVM consisteraient en deux représentants du secteur privé des affaires, un membre de l'Association des banques et trois responsables de l'Etat, servant tous à temps partiel. Le Directeur de la bourse et toute autre personne nommée par le CNVM assisteraient aux réunions du CNVM à titre consultatif.

L'article 8 du projet de loi donne des pouvoirs spéciaux à un officier ministériel désigné par le Ministre des finances pour être consultant auprès du CNVM et qui, dans certaines circonstances, pourra demander que le Conseil se réunisse. Il reste à définir si son rôle sera d'apporter son point de vue au Ministre des finances sur les travaux du Conseil ou d'exercer des pouvoirs de surveillance ou de supervision.

## c. Responsabilités du CNVM en matière de supervision

L'article 11 du projet de loi requiert de chaque émetteur de valeurs mobilières qu'il publie un prospectus qui sera distribué à toute partie intéressée. Le CNVM aura la responsabilité d'"approuver" tout prospectus publié. Il n'y a, actuellement, qu'une description générale de ce que le prospectus devrait comporter. Un projet de loi séparé obligerait à la publication annuelle de certaines informations concernant les sociétés cotées et les sociétés non cotées ayant un chiffre d'affaires annuel supérieur à 5 millions de dirhams (0,6 million de dollars des Etats-Unis). Un bilan, un compte de pertes et profits, un avis d'augmentation ou de diminution de fonds propres ainsi que la date et le mode de paiement des dividendes devront être publiés et rendus disponibles au maximum vingt jours après l'assemblée annuelle des actionnaires.

Il n'y a que deux indications d'activités illégales concernant les valeurs mobilières : le recours à "des informations privilégiées" (sans aucune définition qui indique qu'il s'agisse de délit d'initié) et la diffusion de "faux renseignements" sur les valeurs mobilières.

## **3. Projet de restructuration de la Bourse**

Dans le cadre du projet de loi, la Bourse restructurée resterait un organe de l'Etat avec un directeur et un représentant de l'Etat et serait dirigée par un Conseil d'administration. Le Directeur et le représentant de l'Etat auraient les mêmes responsabilités qu'ils ont actuellement. Le Conseil serait, quant à lui, composé de trois responsables de l'Etat, de six représentants des sociétés et des établissements financiers

nommés par l'Etat et de quatre membres présidents d'associations. Les responsabilités du Conseil tel qu'il est proposé se limiteraient au contrôle financier et administratif de la Bourse. Le Conseil n'aurait pas de pouvoirs sur les procédures des opérations, sur le règlement après opération, sur les besoins en capitaux propres, sur l'admission à la cote ni sur la radiation, sur les nouveaux membres, sur l'éthique des affaires, etc. (Des règles seraient par contre créées dans certains de ces domaines par le biais d'un projet de loi). En outre, les décisions du Conseil d'administration pourront être mises en question par le représentant de l'Etat (auditeur). En raison des restrictions ci-dessus, toute nomination au sein du Conseil d'administration semble être honoraire, sans fonction réelle.

#### 4. **Projet de loi établissant les règles boursières**

Le projet de loi sur les règles boursières consiste en dix chapitres comme suit :

- Une simple description de la méthode de négociation à la corbeille, comme les changements de prix dans une limite de 3 % entre les transactions et de 6 % entre les séances.
- Disposition inhabituelle pour les spéculateurs qui cherchent à faire un profit lorsqu'ils pensent que le cours d'un titre va baisser dans un avenir proche. La possibilité conventionnelle pour accomplir cet objectif existe sur de nombreux marchés développés pour les valeurs mobilières, les produits de base, les opérations à terme, les options et le marché monétaire et s'appelle être en position courte. Une vente de ce type se fait sur le marché régulier, généralement sans que les acheteurs le sachent et se liquide régulièrement par la livraison des instruments empruntés.

Toutefois, dans les règles boursières proposées, le plan marocain (articles 8 à 21) est de donner aux spéculateurs la possibilité de faire un profit sur la baisse d'un titre en achetant un titre sur le marché hors bourse avec une date de livraison lointaine. Dans ce cas, le vendeur reçoit un prix plus élevé (pas plus de 5 % par mois de retard de règlement par rapport au marché régulier) en compensation du délai de paiement et est initialement protégé de tout manquement de l'acheteur par un acompte de 20 %. Il y aura un appel de marge supplémentaire si le cours du marché évolue de façon contraire de plus de 30 %. De plus les contrats disposeront d'une option qui ferait qu'ils seraient annulables par l'acheteur sous réserve de l'abandon de l'acompte en tant que prime ou par liquidation anticipée à un nouveau cours. Ces contrats ne seraient possibles que sur une liste spéciale de titres et en quantité minimum avec autorisation du CNVM.

- Le système d'opérations hors bourse serait maintenu mais les commissions sur ces opérations seraient augmentées et deviendraient égales à celles des opérations à la corbeille. La déclaration en serait exigée dans les cinq jours, sous peine d'amende pour tout retard.
- Les valeurs hors cote ont le droit d'être négociées sur le second marché, sur autorisation du Directeur général. Aucune description des méthodes ni des caractéristiques des opérations n'est donnée. L'intention est de traiter les valeurs hors cote (comme cela se fait actuellement) dans une pièce séparée à côté de la corbeille avant que la séance des valeurs cotées ait lieu. Un répertoire des offres d'achat et de vente sera tenu par les employés de la Bourse qui appariera les offres d'achat et de vente identiques lorsqu'elles surviendront. Le Directeur général peut demander à l'émetteur de fournir tous renseignements concernant la valeur de la négociation.
- Une nouvelle possibilité hors bourse serait introduite qui ne serait disponible que pour des membres agréés et sélectionnés par le CNVM et uniquement sur certains titres. Les achats et les ventes hors bourse effectués par des agents de change seraient permis à des cours ne différant de plus de 3 % des cours du marché boursier. Ces positions devraient absolument être liquidées dans un maximum de dix séances, également à des cours ne différant pas de plus de 3 % du cours du marché boursier durant cette même période.
- Les diverses questions après opération qui sont définies dans le projet de loi ont trait à un appariement simple des opérations internes, à la livraison bimensuelle des valeurs mobilières avec un maximum de 45 jours sous peine de clôture, la publication des transactions, les règles concernant le détachage des coupons, l'arrêt des opérations sur valeurs mobilières, sujettes à une visite au hasard dans les vingt jours et des livraisons hebdomadaires d'avoirs en or.
- L'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et la radiation de celles-ci par le CNVM, telles qu'elles sont proposées dans la loi qui les autorise, ont été incorporées à la loi sur la réglementation boursière. Cette loi spécifie les informations sur les données que la Bourse est tenue de fournir sous forme de dossier complet et qui doit comprendre un contrat signé par l'émetteur relatif à la communication ultérieure de données financières. Les gouvernements sont exemptés de cette obligation. Le CNVM a pour responsabilité de fixer le cours de mise sur le marché.
- La radiation sera déterminée par le CNVM en raison ou à la demande de l'émetteur. La valeur radiée de la cote sera

automatiquement enregistrée sur la liste des valeurs hors cote.

- Les obligations de communication de données financières d'un émetteur coté sont similaires à celles décrites dans la proposition de loi spéciale ci-dessus. Parmi ces obligations figurent la soumission d'un bilan annuel, d'un compte de pertes et profits, de la liste des actionnaires et des filiales, de la répartition du capital et des résultats financiers présentés sous forme de tableau comme cela est indiqué par la Bourse. Toute société cotée a une obligation supplémentaire importante qui consiste à immédiatement communiquer à la Bourse et au public toute information "qui peut influencer la cotation des valeurs".
- Un seul train de mesures est proposé pour les deux sortes d'offres qui seront généralement des offres publiques d'achat et des ventes de titres secondaires de paquets d'actions. Les deux devront concerner au moins 10 % des fonds propres de la société, l'agrément du CNVM, une période ouverte d'au moins vingt jours, l'arrêt des opérations boursières durant la période ouverte et une garantie bancaire de bonne exécution. Les offres concurrentes sont également prévues mais à un prix d'au moins 5 % supérieur.
- Le projet de loi prévoit la création de filiales ou de succursales de la Bourse dans les centres régionaux du Maroc. Les bourses secondaires traiteraient les titres d'intérêt régional et se serviraient du même système de répertoire prévu pour les titres hors cote au sein de la Bourse principale ou nationale.

## 5. Autres projets de la Bourse

### Amélioration des installations

La direction de la Bourse a élaboré un projet d'amélioration de l'actuelle corbeille. Le projet prévoit des cabines téléphoniques sur deux étages (pour accroître la capacité), la restructuration des tableaux de cotation et l'amélioration de l'apparence de la salle de change.

La direction de la Bourse prévoit de remplacer son système actuel de négociation et de comptabilité par un système similaire à celui utilisé par la Bourse de Lyon. La Bourse prévoit d'obtenir le soutien de USAID à cet effet.

### Extension de la fongibilité des certificats

La direction de la Bourse a étudié l'extension de la fongibilité des certificats et les virements électroniques. Actuellement, lorsqu'un certificat au porteur est vendu, ce certificat détenu

par le vendeur doit être livré à l'acheteur. Si l'opération s'est faite entre deux clients du même agent de bourse, les certificats sont fongibles. Le défaut d'une fongibilité complète crée des problèmes opérationnels qui pourront devenir insurmontables lorsque le volume augmentera.

### Normalisation des formulaires

Il existe un projet de loi qui exigerait la normalisation des formulaires de certificat d'actions et d'obligations, avec filigranes et fines inscriptions en deux couleurs. Il n'est pas prévu qu'il y ait de gravure ni de vignettes (dessins gravés) qui accroissent la détection de la contrefaçon ni d'hologrammes considérés comme la meilleure protection contre la contrefaçon. La monnaie marocaine, gravée en multicolore avec des vignettes et des filigranes est plus difficile à contrefaire.

Les actions et les obligations ont actuellement des coupons qui leur sont attachés. Bien qu'il s'agisse là d'une méthode ancienne et lourde pour réclamer dividendes, intérêts ou autres droits, cela restera inclus dans le projet de loi.

### 6. Questions juridiques

La réforme de la Loi marocaine sur les sociétés est en cours. Actuellement, la loi n'est pas claire et ne couvre pas certains aspects des opérations de titres. Par exemple :

- Il n'est pas clair si la propriété des titres change à la signature du contrat entre les agents de bourse.
- Les certificats d'actionnaires et l'argent détenu par un agent de bourse ou une banque n'ont pas une position prioritaire lors de la répartition des biens d'un agent ou d'une banque ayant fait faillite, même si ces certificats sont au nom du client.
- Il n'existe aucun système pour des ordonnances de référés relatives à des valeurs mobilières. Les peines pour avoir contrevenu à la loi sur les titres ne peuvent être décidées que par les tribunaux et non pas au travers d'une action administrative.
- La loi actuelle et le projet de loi permettraient aux sociétés de déterminer par elles-mêmes des questions comme les types d'action et les procédures de transfert.

### 7. Comptabilité et audit

Une proposition de normes comptables et d'audit communément admises a été préparée par des experts comptables internationaux

du Maroc compétents; elle est actuellement examinée par le Parlement.

## 8. Imposition

Il y a actuellement une certaine dissuasion sur le plan fiscal à prendre des participations au capital de sociétés par rapport à d'autres utilisations de l'épargne. Les obligations et les effets publics, qui sont proposés avec des taux d'intérêt compétitifs, sont de plus exonérés d'impôt. Les actions et les obligations de sociétés n'offrent par conséquent pas un rendement compétitif.

### Dividendes

Depuis le 1er janvier 1990, les personnes physiques qui reçoivent des dividendes ou des intérêts de la part de sociétés sont assujetties soit à l'impôt général sur le revenu qui s'étale de 14 à 52 % soit à une retenue à la source optionnelle de 15 %. Il existe des dispositions complexes pour les non résidents, les étrangers et les sociétés.

Une recommandation du Ministère des finances propose de modifier le traitement fiscal des dividendes. Cette modification abrogerait toute imposition de dividendes payés par des sociétés cotées à des personnes physiques résidentes, créant ainsi un statut identique à celui des intérêts sur les titres publics exonérés d'impôt. Le changement proposé reviendrait à traiter de façon égale les dividendes sur les valeurs cotées détenues par des personnes physiques résidentes et les autres revenus sur des avoirs incorporels. Les dividendes ne seraient pas toutefois aussi compétitifs pour les sociétés et les non résidents. Les dividendes reçus par les sociétés, exprimés d'une façon simple, sont taxés au taux de 6,6 %. Néanmoins, la différence en matière d'imposition pour les dividendes qu'un émetteur remet à une société actionnaire pourrait limiter les efforts de privatisation.

Toutefois, une fois le rapport préliminaire distribué, le Ministère des finances a fourni une révision de cette proposition qui exonérerait d'impôt uniquement les dividendes des sociétés nouvellement cotées pendant trois ou quatre ans et pour les sociétés déjà cotées, seulement dans le cas où il s'agirait d'une émission nouvelle concernant entre 10 et 20 % du capital, et ceci également pour une période limitée.

### Obligations de sociétés

Contrairement aux effets publics exonérés d'impôt, une désincitation fiscale demeure pour les obligations de sociétés, dont les intérêts sont imposables pour les personnes physiques, au taux compris entre 14 et 52 %, plus une TVA de 12 %.

Une alternative à l'étude est la création d'un différentiel pour l'intérêt non imposable des effets d'Etat qui se place nettement en dessous des taux du marché pour une créance.

Le Dahir 8/30/46 exige qu'un avis préalable soit donné au Ministre des finances avant toute émission d'obligations de société. Ceci est perçu par certaines personnes de la communauté financière comme un élément de nature à décourager les émissions d'obligations par les sociétés.

Les émissions d'obligations de sociétés ont pour les émetteurs un avantage habituel par rapport aux émissions d'actions compte tenu du fait que : 1) les intérêts sur les obligations sont des frais généraux qui donnent droit à des abattements en ce qui concerne l'impôt sur le revenu et 2) un nombre réduit d'actionnaires évite que ceux-ci ne mettent en question la direction et protège contre toute tentative de prise de contrôle.

Etant donné que les obligations de sociétés sont assujetties à la TVA et à l'impôt sur le revenu, elles ne supportent pas la concurrence des émissions d'Etat.

#### Plus-values

Tandis qu'il n'y a pas, pour l'instant, d'impôt sur les plus-values réalisées sur les valeurs immatérielles pour les investisseurs individuels ordinaires, il y en a sur l'immobilier et les autres plus-values réalisées sur les immobilisations matérielles. Les plus-values réalisées par les sociétés sur les valeurs immatérielles font l'objet d'un choix; les impôts sont soit différés à la reconduction de l'investissement ou sont indexés pour les plus-values non réinvesties.

Le fait que les plus-values réalisées par les organismes effectuant des opérations de bourse en tant qu'affaires commerciales soient imposables est un facteur majeur qui empêche les membres de la Bourse d'intervenir sur le marché.

Etant donné que les obligations de sociétés sont assujetties à la TVA et à l'impôt sur le revenu, elles ne supportent pas la concurrence des émissions d'Etat.

#### **9. Compagnies d'assurances**

En-dehors des banques commerciales et des établissements publics ou d'Etat, les compagnies d'assurances sont le seul autre type d'établissement financier qui existe actuellement au Maroc.

Sur les 22 compagnies d'assurances à nombre réduit d'actionnaires qui existent au Maroc, l'une est un réassureur, tandis que le reste sont des assureurs commerciaux qui font 60 % de leur chiffre d'affaires en assurance automobile. Trois d'entre elles

sont des mutuelles et deux sont en partie détenues par l'Etat au travers de la Caisse de dépôt et de gestion (CDG).

Soixante pour cent des portefeuilles d'investissement des compagnies d'assurances doivent être constitués d'effets publics ou garantis par l'Etat. Les assureurs sont libres de décider de la constitution de leur portefeuille en ce qui concerne les autres 40 %. Les assureurs n'ont aucun désavantage fiscal à investir dans des sociétés.

Il y a environ 6.000 personnes qui agissent soit en tant qu'agents représentant des compagnies d'assurances du côté ventes soit en tant que courtiers d'assurances achetant de l'assurance pour leurs clients.

Les primes d'assurance automobile sont réglementées par l'Etat et il y a un décalage de plusieurs années dans l'ajustement des primes pour inflation et historique des sinistres. Ceci a créé des problèmes financiers pour certaines compagnies et amené le Ministre des finances à plaider pour un programme de restructuration et de recapitalisation comprenant une souscription publique.

L'assurance sur la personne clé qui est payable aux employeurs ne peut être déduite en tant que frais généraux et n'est par conséquent pas un produit important. L'assurance de groupe n'est pas un produit très développé.

L'assurance vie ou l'assurance retraite n'est que très peu achetée. L'impôt de 6 % qui était prélevé sur les primes a été réduit à 1 %.

Les compagnies d'assurances sont à présent actionnaires de 13 % du total des capitaux actuellement cotés, ce qui constitue la plupart des actions des sociétés à grand nombre d'actionnaires. Bien qu'ils soient les principaux acheteurs de toutes les actions offertes à la vente, ils sont rarement vendeurs car ils considèrent les cours du marché de la cote officielle comme bien en dessous de leur valeur réelle. Les compagnies d'assurances dominent également le marché des bons du Trésor.

Le secteur des compagnies d'assurances aimerait que la possibilité qu'ont les compagnies de participer à des investissements dans des sociétés soit accrue par divers changements gouvernementaux comme par exemple :

- La diminution à 35 % du pourcentage requis d'effets publics dans le portefeuille avec une obligation de plus cours terme;
- la création de primes d'assurance vie et retraite pouvant être déduites des impôts;

- Une révision des primes d'assurance automobile pour arriver à des conditions plus réalistes.

## **10. Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG)**

La Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG) a été créée en 1959 en tant que dépositaire et gestionnaire des investissements des fonds d'épargne nationaux.

Ces fonds comprennent l'épargne postale, les retraites, l'assurance sociale, les allocations familiales et les fonds d'assistance judiciaire.

La CDG est également responsable de services spéciaux. Les fonds déposés auprès de la CDG sont investis par le biais du marché financier dans des effets publics ou garantis par l'Etat et dans certains cas dans des participations au capital dans différents secteurs économiques.

La CDG a actuellement 11 milliards de dirhams (1,35 millions de dollars des Etats-Unis) investis - 80 % dans des effets publics (40 % du Trésor et 60 % garantis par le Trésor), 5 % dans des sociétés à faible nombre d'actionnaires, 4 % dans l'immobilier et la construction, 3 % dans le tourisme, 0,2 % dans les actions cotées et le reste sur le marché monétaire.

La CDG ne pense pas, pour l'instant, intervenir sur le marché boursier mais elle le fera dès que le volume s'accroîtra. Elle achète des paquets de valeurs cotées dès que celles-ci sont disponibles.

Le Directeur général de la caisse a exprimé son intention de créer un fonds commun de placement à capital variable pour investir dans des valeurs privatisées, ceci en tant qu'étape intermédiaire pour conserver les titres privatisés.

## **11. Caisses de retraite**

Les caisses de retraite existantes sont gérées par le Gouvernement et les fonds sont investis par le biais de la CDG. Les caisses de retraite complémentaire sont rares.

## **12. Concurrence en matière d'épargne**

Les banques paient des taux d'intérêt concurrentiels élevés sur les dépôts à terme, qui sont assujettis à la fois à la TVA et à une retenue à la source.

Les effets publics ont également des taux compétitifs pour les épargnants individuels et sont exonérés d'impôt. Le présent rapport a été préparé en octobre 1990; depuis lors, les taux d'intérêt ont été déréglementés.

L'immobilier reste l'autre investissement de choix en raison de plus-values record et également de l'insistance des banques à voir pour les crédits des garanties sur des immobilisations matérielles.

### **13. Autres intermédiaires financiers**

Il n'existe au Maroc aucun club d'investissement, aucune banque d'investissement, aucune banque d'affaires, aucun marché à terme d'instrument financier, aucune bourse de commerce ni aucun autre intermédiaire financier non bancaire.

Il y a en puissance des unités de banques d'affaires et d'investissement qui se forment dans certains établissements financiers et qui commencent une activité de fusions-acquisitions et de capital-risque.

La Société nationale d'investissement (SNI), qui est une société holding de l'Etat, a en portefeuille trois sociétés qui sont structurées de telle façon qu'elles sont des fonds de placement à capital fixe naissants.

Nous avons appris, mais trop tard pour que cela puisse faire l'objet d'une étude dans le cadre du présent projet, qu'un projet de loi sur les sociétés d'investissement avait également été préparé. Une copie nous a été donnée en français. Le mémorandum de présentation avait été traduit en anglais mais pas le texte du projet de loi. Il serait nécessaire d'examiner minutieusement ce texte avant d'en tirer des conclusions ou des recommandations.

## C. RECOMMANDATIONS ET CONCLUSIONS

### 1. Transition de la bourse vers le secteur privé

Lorsque le nombre des opérations de bourse augmentera, la Bourse devrait devenir une organisation commerciale à but non lucratif et auto-réglémentée qui encourage une conduite morale des affaires.

La Bourse devrait être une organisation contrôlée par ses mandants et qui se fasse l'avocat de ces derniers (investisseurs, sociétés inscrites à la cote, agents boursiers tout comme courtiers en valeurs mobilières) sans représentation de l'Etat au Conseil d'administration. L'intérêt public devrait être exprimé au travers de la surveillance assurée par le CNVM.

Notre recommandation est que l'Etat devrait avoir une disposition réglementaire qui fasse que dès que dix sociétés publiques auront été privatisées par distribution d'actions dans le public, la Bourse sera restructurée en tant que société à but non lucratif et dirigée par un Conseil d'administration composé de représentants élus parmi les membres agents de bourse, les sociétés inscrites à la cote et les investisseurs sans aucune représentation gouvernementale. Le Conseil d'administration disposera de pouvoirs lui permettant de dicter et de mettre en application les règles de conduite pour les opérations sur titres effectuées par les agents de bourse membres, les opérations de bourse, le règlement et le transfert après opération, les normes d'agrément et l'agrément des sociétés cotées, la conduite morale des affaires ayant trait aux valeurs mobilières, etc.

Il est actuellement prévu, et cela semble être une erreur de stratégie, que la Bourse reste un organisme d'Etat avec un Conseil principalement composé de représentants de l'Etat sans aucune responsabilité ni autorité réelle. Il s'agit là d'un cadre très inhabituel pour une bourse de valeurs. Sur les bourses visitées tout au long des années par le consultant et qui sont au nombre d'environ 45, Casablanca est la seule bourse qui soit un organe d'Etat.

Plusieurs bourses ont toutefois reçu l'aide financière des gouvernements dans leurs jeunes années. La Bourse des valeurs de Jamaïque a reçu, pendant environ huit ans, au travers de la Banque de Jamaïque (banque centrale) bureau et espace d'opération, sept employés, un directeur général et une aide logistique totale. La nouvelle bourse des valeurs de Budapest a été contrainte par loi d'avoir un capital initial minimum de 140 millions de forints - dont environ 120 millions ont été fournis par le Ministère des finances, tandis que la Banque de Budapest (banque détenue par l'Etat) a mis à disposition une très large pièce qui appartenait à une banque et qui sert de corbeille. En Egypte et en Corée, le Gouvernement a donné un avantage fiscal à

l'admission à la cote dans les nouvelles bourses de valeurs ce qui a produit des revenus importants pour les bourses lors de leur première étape de développement.

Les bourses de valeur ne sont généralement pas vues seulement comme des marchés d'échange mais comme la marque du capitalisme, et le porte-parole des sociétés cotées, de leurs investisseurs actionnaires et des agents de bourse intermédiaires.

Bien qu'historiquement organisées en tant qu'associations d'agents de bourse, plus récemment, les bourses de valeurs images du progrès se sont tournées vers une direction dominée par un Conseil d'administration composé de l'influence équilibrée de sociétés cotées, d'investisseurs institutionnels et individuels et de représentants d'avocats et d'experts comptables ainsi que d'agents de bourse. Cette nouvelle orientation a eu pour origine une étude faite en 1971 par William McChesney Martin, premier Directeur général à plein temps de la Bourse des valeurs de New York et pendant longtemps Président du conseil de la Banque fédérale de réserve des Etats-Unis (Banque centrale).

Pendant de nombreuses années, la tradition anglaise et américaine ainsi que celle de nombreux autres pays a montré que l'auto-réglementation du secteur des agents de bourse a été efficace et rapide dans sa réponse à l'innovation dans un milieu financier en constante évolution.

La continuation de la Bourse des valeurs de Casablanca comme une émanation du Gouvernement marocain peut, par conséquent, apparaître aux yeux du reste de la communauté financière internationale, comme une erreur d'exécution de la directive du Roi de réorientation vers une économie de marché.

## 2. Intérêt du public pour les valeurs mobilières et structure du marché

### a. Créer un système unique à organisation linéaire pour la réglementation et le fonctionnement du secteur des valeurs mobilières

Le système de responsabilité unique à organisation linéaire est appliqué au niveau international à l'organisation et à la direction du secteur des valeurs mobilières. Il donne des rôles adéquats aux organismes de contrôle de l'Etat, aux établissements du secteur tels que les bourses de valeurs et leurs Conseils d'administration, leurs directeurs généraux et leurs membres. Les systèmes de gestion de société et d'affaires commerciales les plus efficaces dans une économie de marché disposent de plusieurs niveaux de direction ayant compétence pour prendre des décisions à leur niveau propre, et disposant d'une autorité, d'une responsabilité et d'une responsabilisation directe pour leurs objectifs. Ceci constituerait pour le Maroc un système plus

efficace que celui qui est actuellement proposé. Une telle structure serait éminemment différente du système actuel du Maroc sous contrôle de l'administration centrale mais elle est indispensable à une réorientation vers un système d'économie de marché.

L'efficacité d'une gestion linéaire n'est pas proposée dans les projets de loi actuels comme pouvant être appliquée au secteur des valeurs mobilières marocaines. La tradition structurelle marocaine telle qu'elle est reflétée dans divers plans de développement des marchés de capitaux présente le risque d'une efficacité de gestion décroissante en raison de la nomination par décret royal de certains subordonnés de ministres sans qu'il soit possible d'y mettre fin, diminuant ainsi la responsabilisation et un conflit potentiel entre les commissaires indépendants de l'Etat qui auditent, conseillent et supervisent les Conseils d'administration de la Bourse et du CNVM, ainsi que l'autorité et la responsabilisation de ces conseils et de leurs dirigeants.

- b. L'autorité et la responsabilité de base du Ministre, du CNVM et du Conseil d'administration de la Bourse des valeurs devraient être octroyées par voie légale.

L'autorité et la responsabilité de base du Ministre, du CNVM et du Conseil d'administration de la Bourse des valeurs devraient être octroyées par voie légale. Ceci devrait comprendre leur autorité pour définir plus avant par règlement la conduite à tenir dans leur domaine de responsabilité première. La responsabilisation de chacun devrait être dans l'ordre inverse des actions de chacun, ceci étant soumis à l'examen et à la modification éventuelle par l'autorité supérieure.

- c. Le CNVM devrait être le principal organisme de contrôle de l'Etat. Ses pouvoirs devraient entre autres être d'interpréter les principes de la Loi (sur les valeurs mobilières) et de leur application par le biais de la négociation de décrets par consentement ou de référence à des poursuites.

Les projets actuels de réglementation pour le CNVM et de la Bourse des valeurs devront être retravaillés dans de nombreux domaines, notamment en ce qui concerne application et discipline. Le CNVM devrait avoir une responsabilité de surveillance sur l'auto-réglementation du marché. Il devrait également disposer du pouvoir de désapprouver les règles de la Bourse qu'il estime contraires à l'intérêt du public et étudier les procédures d'appel faites aux décisions de la Bourse. Son pouvoir devrait également comporter la possibilité de confier le cas échéant l'application de certaines de ses responsabilités au Conseil d'administration de la Bourse des valeurs.

Le CNVM n'a pas, actuellement, la responsabilité de la rédaction des règlements visant à protéger l'intérêt du public tel qu'il apparaît dans la loi sur les valeurs mobilières pour tous les émetteurs de valeurs mobilières distribuées dans le public et de transactions connexes. Le CNVM n'est pas responsable non plus de l'administration ni du respect de ces règles.

Il est demandé au Ministre des finances de se prononcer par décret sur de nombreux sujets qui devraient plutôt être décidés par le CNVM ou la Bourse elle-même, avec un éventuel examen du Ministre.

- d. Le Conseil d'administration de la Bourse des valeurs devrait avoir pour responsabilité première les règles de conduite au jour-le-jour du marché et de ses membres.

Bien que des Conseils d'administration à compétence égale soient proposés tant pour le CNVM que pour la Bourse des valeurs, il y a une idée erronée, à savoir que le public accordera plus de probité aux décisions du CNVM qu'aux actions de la Bourse des valeurs. Certaines fonctions qui reviennent à la Bourse des valeurs comme l'agrément des membres et des admissions à la cote sont pour cette raison proposées de façon inadéquate comme des fonctions du CNVM.

Le Conseil d'administration de la Bourse n'a pas, pour l'instant, mais devrait avoir la responsabilité au jour-le-jour des admissions à la cote officielle, du marché et des membres dans le cadre de règlements qu'il rédige et met en application, ceci étant soumis à l'examen du CNVM.

Le Directeur général de la Bourse devrait être seul responsable, et le seul à rendre compte auprès du Conseil d'administration. Si sa nomination continue de se faire par décret royal, le Conseil d'administration devrait avoir le pouvoir de mettre fin à cette nomination pour une juste cause. Tous comités de bourse adéquats tels que ceux qui se chargent des vérifications avant admission à la cote et des demandes pour devenir membre devraient être nommés et dépendre du Conseil d'administration.

- e. Le poste de représentant de l'Etat à la fois auprès du CNVM et de la Bourse devrait être transformé en un seul auditeur de l'Etat, avec vraisemblablement un changement de fonction.

L'auditeur du Gouvernement ne devrait pas avoir le droit de siéger aux réunions (à moins qu'il n'ait à communiquer les résultats d'un audit) et il ne devrait pas avoir autorité pour mettre en question des décisions non financières. Lorsque la Bourse des valeurs rejoindra le secteur privé, des experts comptables indépendants devraient assurer l'audit des finances de

la bourse, et dépendre du Conseil d'administration. Si le Gouvernement accorde des subventions à certaines activités boursières, les auditeurs du Gouvernement auront le droit de vérifier l'usage qui aura été fait de ces subventions.

### **3. Importance d'un vaste actionnariat dans le public**

- a. L'achat d'actions dans des sociétés marocaines réparti de façon vaste dans le public renforcera la Bourse des valeurs par le biais d'une liquidité accrue. Les critères d'admission à la cote pour les entreprises qui sont offertes à l'actionnariat public devraient comprendre une sélection minutieuse d'entreprises bénéficiaires ayant une solide réputation - que ces sociétés soient initialement détenues de façon privée ou détenues par l'Etat.

Comme c'est le cas dans la plupart des pays en développement sans pratique établie de valeurs mobilières détenues par de nombreux actionnaires, les gens sont, dans l'ensemble, convaincus que l'économie de marché est la méthode à choisir mais ils sont dans le même temps très sceptiques sur la possibilité d'accomplir cet actionnariat privé important dans un avenir proche. Ce scepticisme est axé sur les différences philosophiques en ce qui concerne l'enchérisseur du marché ainsi que sur les questions pratiques concernant les mécanismes de répartition optimale. Les dirigeants décideront en fin de compte de leur position en ce qui concerne la puissance des forces du marché, mais l'élaboration des mécanismes de répartition optimale constituent l'objet de ces recommandations.

Les obstacles bien connus à la privatisation par le biais d'un vaste actionnariat sont continuellement cités. Parmi ces obstacles figurent une comptabilité inadéquate, un manque de formation quant à l'investissement en valeurs mobilières, des rendements supérieurs pour les investissements dans des banques ou dans l'immobilier, une imposition inégalitaire, le désir de maintenir le contrôle familial, l'accès aisé des sociétés au crédit bancaire et la décision de l'Etat.

Tant que les marchés de valeurs mobilières ne seront pas plus développés, il est peu vraisemblable que les entreprises familiales ouvrent leur capital, et les efforts de privatisation du Gouvernement seront ralentis. Dans l'intérim, l'apport de valeurs mobilières réparties dans le public continuera d'être principalement immobilisé par l'appétit des investisseurs institutionnels pour des véhicules d'investissement.

- b. Une campagne massive de formation devrait précéder la première offre publique et se poursuivre tout au long des offres de titres des sociétés privatisées. Le document formel d'offre devrait embrasser plus de sujets que ce qui était habituel pour les offres primaires boursières antérieures.

Le chemin le plus prometteur pour renforcer la Bourse des valeurs est une privatisation importante (à vaste répartition) suite à une campagne de vulgarisation globale. Tous les autres facteurs mis en avant dans l'étude faite en 1987 par un comité marocain sont secondaires.

- c. Participation de la Bourse des valeurs à des ventes de titres primaires pour contribuer à construire son image et sa capacité future à effectuer des ventes de titres.

La Bourse des valeurs n'a pas une image bien perçue par le grand public. En accroissant sa participation dans les ventes de titres primaires, la perception qu'a le public du rôle de la bourse changera.

#### 4. Loi sur les valeurs mobilières

La Loi marocaine sur les valeurs mobilières devrait être améliorée et comprendre des dispositions plus globales

Les domaines qui doivent retenir l'attention sont les suivants :

- L'administration des marchés de capitaux - le CNVM.
- Les conditions d'émission de valeurs mobilières dans le public.
- La communication de la situation financière des sociétés.
- La protection des porteurs d'actions et d'obligations minoritaires.
- Les pratiques interdites en matière de valeurs mobilières considérées comme des activités criminelles.

Une étude minutieuse du projet de loi sur l'administration des marchés de capitaux a, par erreur, été omise dans le plan de travail du présent projet. Une analyse extensive de cette loi requerra par conséquent une étude supplémentaire.

- Le CNVM

Le CNVM proposé devrait avoir responsabilité de surveillance générale et le pouvoir de désapprouver les

règles de la Bourse qui pourraient apparaître contraires à l'intérêt du public, examiner les appels déposés contre les décisions de la Bourse et rédiger ses propres règles d'intérêt général ou d'interdiction d'activités criminelles en matière de valeurs mobilières, etc.

La loi qui propose de créer le CNVM fait preuve d'un point de vue limité des fonctions du Gouvernement en matière de réglementation des émissions et des opérations sur les valeurs mobilières largement réparties. Une telle réglementation gouvernementale s'étend normalement à tous les émetteurs de valeurs mobilières réparties dans le public. Elle s'attache aux obligations et à l'examen de la communication effective des données financières relatifs aux émissions originales, aux votes des actionnaires (mandataires) et à la communication immédiate et périodique avec les porteurs de valeurs mobilières ainsi qu'à la contravention de façon criminelle de l'intérêt public en matière de valeurs mobilières.

Dans d'autres pays, ces lois donnent autorité au CNVM pour décider et mettre en application des règlements visant à mettre en oeuvre la loi, et entre autres pour développer les conditions d'émission de valeurs mobilières dans le public, de communication des données financières des sociétés, de la protection des porteurs d'actions et d'obligations minoritaires, des pratiques interdites en matière de valeurs mobilières et considérées comme des activités criminelles. La loi proposée n'est que le début de ce qui est nécessaire.

- Détermination de prix

L'article 47 de la réglementation interne proposée pour la Bourse des valeurs créerait en elle-même la violation légale la plus importante de tout projet de théorie d'économie de marché. Il propose que le CNVM détermine le prix de toute nouvelle émission. Le prix déterminé par l'Etat ne peut se substituer à celui du marché. En réalité, l'expérience démontre que cette méthode de détermination des prix par décision du Gouvernement détruit l'utilité du marché en tant que dispositif pour une économie de marché et décourage la participation tant des vendeurs que des acheteurs.

- Obligations de communication de données financières

Les obligations de communication de données financières pour les sociétés admises à la cote officielle et les autres sociétés détenues dans le public peuvent, pour

l'instant, faire l'objet d'un projet de loi séparé, mais elles devront être très nettement améliorées lorsque le marché se développera. Ainsi mentionné dans la première section de ce rapport, une étude des obligations de communication financière n'a pas été indiquée dans le plan de travail de la tâche assignée; c'est pourquoi des détails supplémentaires ne peuvent être fournis maintenant.

- Obligations concernant les communications financières, les mandataires et les prospectus

Il devrait y avoir obligation d'audit annuel des sociétés admises à la cote conformément aux normes comptables communément admises.

Des résultats financiers non audités devraient être communiqués plus fréquemment que chaque année, cette communication devrait se faire semestriellement ou même trimestriellement.

Obligations en ce qui concerne les mandataires et les prospectus : Des états financiers annuels audités seraient plus utiles aux actionnaires s'ils étaient inclus dans une note aux mandataires, distribués avant l'assemblée annuelle plutôt qu'à la suite de cette assemblée.

## 5. Agrément des sociétés admises à la cote et des membres

La responsabilité de l'agrément des sociétés admises à la cote officielle devrait correspondre à la Bourse et être exercée par son Conseil d'administration.

Actuellement, un comité technique indépendant prend ces décisions. Toutefois, dans le cadre du projet de loi, les agréments des sociétés admises à la cote et des nouveaux membres seraient la responsabilité du CNVM. Ceci n'est pas cohérent avec la responsabilité première du CNVM qui est un organisme d'Etat de contrôle du marché (comme la SEC).

Les admissions à la cote officielle ont généralement des caractéristiques assez différentes des émissions publiques de valeurs mobilières. Il convient tout d'abord d'étudier si les actions émises et le nombre d'actionnaires sont suffisants pour créer et soutenir un marché avec des cours raisonnables dans le style d'opérations particulières pour lesquels ils sont cotés. L'admission à la cote officielle implique un degré de liquidité qui n'est pas présent pour toutes les émissions offertes dans le public. Deuxièmement, l'admission à la cote officielle exige ordinairement des normes de qualité plus élevées que les normes de base exigées par la loi pour toute émission publique.

L'admission en tant que membre est ordinairement différente elle aussi de l'agrément du Gouvernement en ce qui concerne une personne ou une organisation qui désire s'établir en tant qu'agent en bourse ou que courtier. Les obligations pour l'admission en tant que membre en ce qui concerne le capital, la moralité, la formation et les pratiques opérationnelles sont adaptées aux besoins particuliers de ce segment du commerce des valeurs mobilières. Il est assez vraisemblable que lorsque le commerce des valeurs mobilières s'accroîtra au Maroc, il y aura certains intermédiaires financiers qui choisiront de devenir membres de la Bourse des valeurs et qui seront alors sujets à la surveillance du CNVM.

## **6. Installations de la Bourse des valeurs**

L'efficacité des installations de la Bourse des valeurs pourrait être améliorée en concevant de nouveaux tableaux de cotation et en modernisant le cadre afin de lui donner une apparence plus professionnelle.

Avec quelques améliorations mineures, les installations et le personnel actuel de la Bourse des valeurs sont adéquats pour s'occuper des ventes primaires et du volume d'opérations secondaires produits par un rythme réaliste de privatisation des entreprises marocaines. Les perceptions négatives de la Bourse ne sont que le résultat d'un fonds de roulement gravement inadapté pour l'offre des valeurs mobilières négociables. Une amélioration cosmétique de l'espace des opérations de bourse est désirable pour l'image du public et accroîtrait l'efficacité.

Une fois que les tableaux de cotation auront été nouvellement conçus, outre les colonnes du cours de clôture de la séance précédente et de description de la valeur, il devrait y avoir des colonnes séparées pour le plus offrant, la meilleure offre, la dernière vente, le volume négocié jusqu'alors au cours de la séance, les symboles des deux agents ayant priorité pour le plus offrant, les symboles des deux agents ayant priorité pour la meilleure offre.

Le Bulletin de la Bourse devrait fournir la liste par ordre de chaque valeur des opérations de la journée en indiquant la taille de chaque opération et son prix. Lorsque le volume augmentera, ce "journal d'opérations" devrait devenir une publication séparée afin que son coût soit réduit; ce journal sera important à des fins de recherches ainsi que pour les membres et les clients en désaccord sur la façon dont les ordres ont été effectués.

La Bourse des valeurs devrait également instituer un programme strict de réductions de prix afin de réorienter les ressources vers la formation des agents de bourse, la promotion auprès du public des achats de valeurs mobilières et la promotion de l'admission à la cote officielle.

Ajouter à la bourse des produits dérivés comme les opérations sur les options ou sur les instruments à terme semblent se situer un certain nombre d'années dans le futur. Il est toutefois intéressant d'explorer à présent ce que serait la faisabilité d'un marché de coupons de valeurs mobilières cotées, dans un style de marché régulier ou dans un marché hors cote.

Une informatisation plus poussée n'est pas nécessaire jusqu'à ce que le volume des échanges devienne plus important. Les systèmes informatiques actuels pour l'enregistrement des opérations et de production de statistiques sont supérieurs aux autres bourses de taille comparable. Les phases suivantes du traitement qui auront vraisemblablement besoin d'être informatisées sont le traitement de la liquidation de contrats une fois l'opération faite et un système de comptabilité informatique générale pour que les membres puissent tenir à jour les opérations de leurs clients.

Des succursales de la Bourse des valeurs dans d'autres villes ne seraient pas productifs mais elles ne devraient pas être interdites.

## 7. Règlement

La bourse devrait savoir qu'il y aura, à l'avenir, besoin de créer un système de règlement livraison contre paiement.

Ceci est particulièrement nécessaire si l'un ou plusieurs des scénarios suivants surviennent :

- a. une perception se fait jour au sein des établissements financiers que le Gouvernement pourrait permettre à une banque de faire faillite.
- b. des agents de bourse non bancaires sans une garantie bancaire globale ont le droit d'avoir des comptes clients ou de liquider des opérations sur valeurs mobilières.
- c. il y a une augmentation importante du volume des règlements et de la diversité de risque des membres.

Au fur et à mesure que des agents de bourse non bancaires deviendront membres de la bourse et que la confiance que le Gouvernement ne permettra pas à une banque de faire faillite décroîtra, le système actuel de décalage important entre le paiement de l'argent et la livraison de la valeur pour liquider une opération de bourse deviendront inacceptables pour toutes les parties en cause. Le risque de faillite d'un membre ayant des positions ouvertes ou la découverte de valeurs volées ou contrefaites sera trop élevé.

Un changement vers un système de livraison contre paiement entre les banques, les agents de bourse et les clients institutionnels devrait se produire. Une date de règlement fixe quelques jours après la date d'opération, un système de prêt d'actions, la prise de garantie en cas de non livraison à la date indiquée et les pénalités en capital associées seront tous nécessaires.

#### **8. Intervenir sur le marché et effectuer des opérations**

La création proposée d'un système d'opérations hors bourse ne devrait pas être retenue.

Ce système représente en quelque sorte un marché noir de valeurs mobilières et devrait, par conséquent, être illégal. L'alternative à ces pratiques serait la création d'une organisation de type NASD (Association nationale des courtiers en valeurs mobilières) qui soit réglementée et surveillée de façon adéquate par le CNVM.

Le système proposé, à savoir que les membres achètent des valeurs hors bourse et les revendent dans les dix jours dans les mêmes limites de prix semblent peu pratique et pourrait être préjudiciable au marché boursier.

Les règlements devraient permettre aux membres de négocier pour leur propre compte en donnant la priorité au client à un même prix et ainsi de commencer à intervenir sur le marché lorsque cela deviendra rentable. Une réglementation supplémentaire concernant l'intervention sur le marché serait alors désirable. Si l'on pense qu'il y a un intérêt public suffisant à subventionner plus tôt l'intervention sur le marché, la réglementation est essentielle.

Il n'est pas réaliste d'attendre des membres qu'ils interviennent sur le marché jusqu'à ce que le volume devienne suffisant pour rendre ces opérations rentables. Bien que le consultant n'ait jamais vu un tel système dans un autre pays, si l'intervention sur le marché est perçue comme essentielle à une vaste privatisation, un groupement composé de l'Etat, de sociétés cotées et de membres de la Bourse pourrait être formé pour absorber les pertes des interventions sur le marché.

#### **9. Ventes en position courte par le biais de contrats à livraison décalée**

Les dispositifs de ventes en position courte proposés devraient être repoussés jusqu'à ce qu'il y ait une meilleure probabilité que cela aide à la liquidité du marché.

Le système qui serait alors développé devrait être conventionnel sur le marché régulier, avec une réglementation destinée à

contrôler ses caractéristiques indésirables mais par ailleurs sans entraver sa liberté d'action.

La méthode proposée qui consiste en un système permettant aux opérateurs pessimistes de profiter de la baisse du cours des valeurs mobilières n'est pas de nature à être attractive dans le contexte d'une bourse des valeurs ayant une grave pénurie d'offres et un excès de demandes.

La méthode proposée de contrats à livraison décalée n'est pas aussi favorable sur le marché marocain que le prêt d'actions aux "vendeurs" qui rempliraient également la fonction de "prêteurs" dans un système conventionnel de positions courtes. Un système de prêts sert, sur des marchés avancés, à de nombreux objectifs autres que les livraisons de positions courtes, le plus important d'entre eux étant un dispositif connexe appelé accord de rachat sur les effets publics.

Les systèmes de prêt et de rachat sont des techniques similaires qui équivalent à des prêts à court terme à un taux d'intérêt faible ou sans intérêt. Par exemple, les prêts d'actions sont généralement faits par des établissements qui disposent de paquets de valeurs. Ils reçoivent en garantie un montant qui est entre 100 et 102 % de la valeur boursière des actions et cette garantie est ajustée au moins une fois par semaine suivant tout changement de la valeur boursière. De plus, le membre de la bourse qui sert d'intermédiaire garantit le retour du titre au prêteur. Le prêteur a ainsi une sécurité absolue plus l'usage de l'argent, qu'il aurait autrement dû emprunter à une banque, pour un court terme sans intérêts élevés.

Le prêteur conserve, pendant la durée du prêt, la propriété des actions, le droit à dividendes, le droit de vote et tous autres privilèges.

Le membre de la bourse qui est intermédiaire est protégé car il utilise le produit de la vente en position courte du titre pour donner au prêteur la garantie en argent liquide. De plus, les règles boursières exigeraient du vendeur en position courte qu'il ait dans son compte avec l'agent de bourse, de l'argent ou des titres pour une valeur actualisée d'au moins 30, 50 ou 100 % du prix du contrat en tant que marge.

Les ventes en position courte sont beaucoup plus dangereuses pour le vendeur qu'un achat en position longue. Il est peu probable qu'un titre que l'on détient perde rapidement la totalité de sa valeur. Mais au fur et à mesure que la valeur du titre monte, un vendeur en position courte peut rapidement perdre la totalité de la marge qu'il a déposée et reste redevable du prix du titre emprunté alors que sa valeur boursière monte indéfiniment.

De plus, dans une période de baisse générale du marché, la pratique de position courte non réglementée peut accélérer une panique de vente. Cela a été là un facteur important du krach boursier de 1929 et c'est pourquoi cette pratique est à présent interdite dans les bourses américaines, si la vente devait se faire lors d'une tendance à la baisse. D'un autre côté, la vente en position courte sur des marchés normaux est positive pour les cours futurs des titres car elle crée une obligation pour les vendeurs en position courte d'acheter plus tard.

La proposition marocaine crée également une faille dans la protection du vendeur. Si le cours du titre vendu baisse, la protection du vendeur, qui est assurée par l'acompte de 20 %, se réduit et une nouvelle baisse de 30 % placerait le vendeur dans une position à perte si l'acheteur n'honorait pas le contrat.

## 10. Opérations hors bourse

Les propositions de communication immédiate des opérations hors bourse devraient être acceptées et strictement appliquées

Il y a en préparation des propositions visant à réduire les problèmes provenant du fait que 60 % des opérations sur les titres cotés sont faites hors de la bourse, principalement par paquets entraînant prise de contrôle. Ces propositions exigeraient la communication immédiate de ces opérations avec des pénalités pour retard. Les propositions ne font pas ouvertement face à la probabilité d'offres équivalentes ou meilleures qui seraient faites à la corbeille.

D'autres obligations devraient être incluses dans la réglementation du CNVM en ce qui concerne la communication immédiate des opérations effectuées à un prix différent de la valeur boursière concernant des positions cumulées qui approchent des niveaux de contrôle. Il conviendrait de définir dans les règlements de la Bourse les circonstances dans lesquelles les paquets devraient être présentés à la corbeille pour qu'ils soient mis en concurrence avec des ordres existants équivalents ou que de meilleurs ordres soient traités de la même façon.

Afin de déterminer la politique à suivre en ce domaine, une étude approfondie des opérations hors bourse est recommandée afin de rassembler des détails sur un grand nombre de ce genre d'opérations. L'objet serait de :

- a. observer les disparités de prix entre la valeur en bourse et le cours des paquets au moment de l'opération;
- b. déterminer s'il y a des cotations en bourse à de meilleurs cours d'un côté ou de l'autre;

- c. estimer s'il y a un intérêt acheteur ou vendeur, à un meilleur cours, non exprimé dans les cotations, intérêt qui aurait pu être suscité à la corbeille par le biais d'un préavis de quelques minutes que de telles transactions croisées de paquets de titres allaient avoir lieu.
- d. étudier si une accumulation dépassant 10 % ou toute vente de paquet de titres au-delà de 10 % des actions en circulation devrait rendre nécessaire la participation du public au travers d'une transaction en bourse;
- e. étudier si les opérations hors bourse devraient être permises uniquement lorsqu'elles sont négociées et arrangées directement entre le vendeur et l'acheteur, sans participation d'aucun tiers ni d'aucun employé d'un membre ou d'un organisme affilié;
- f. étudier si l'agent de bourse contrevient à son devoir fiduciaire envers un client, lorsqu'il participe d'une façon quelconque à une transaction hors bourse alors qu'il est possible d'obtenir des ordres à un meilleur cours; et
- g. étudier les exceptions possibles comme les swaps de titres entre deux sociétés détenues à 100 % par la même société mère.

## 11. Commissions

Les principes marocains proposés pour les conditions des commissions révisées ont été expliqués mais n'ont pas été mis par écrit. Un taux uniforme pour les transactions tant en bourse qu'en dehors de la bourse est prévu quelle que soit la taille des transactions. La commission totale serait d'environ 0,9 % de la valeur de la transaction qui serait demandée tant de l'acheteur que du vendeur, avec environ 0,4 % pour la Bourse et environ 0,5 % pour l'agent.

Des taux fixes de commission sont désirables dans les marchés en développement pour encourager une concurrence des services et la croissance des agents de bourse plutôt qu'une concurrence destructive sur les prix. Mais elles devraient être assez faibles pour encourager les opérations et équitables pour équilibrer le travail et le risque pris par l'agent de bourse par rapport au profit réalisé par le client sur les valeurs négociées. De ce point de vue, les remises pour volume important devraient être retenues. Il conviendrait également d'inclure des remises pour les titres détenus à court terme. Des conditions spéciales devraient également être prévues pour les employés qui vendent de petites parts de valeurs reçues à titre de mesure

d'incitation par leurs employeurs ou qui achètent des titres de leur employeur dans le cadre d'un plan de participation de société.

Les taux de commission varient généralement avec la valeur de la transaction et le nombre d'actions reflétant ainsi le travail fourni. Pour de très petites transactions, il y a généralement un minimum qui peut être inférieur au coût à titre de compromis. Les taux de petites transactions dans une fourchette normale seront vraisemblablement de 2 % de la valeur de la transaction. Le pourcentage de commission diminue habituellement lorsque le nombre de paquets et de valeurs arrondis qui sont négociés augmente. Le pourcentage dû sur des paquets d'actions de taille institutionnelle est parfois aussi petit qu'une fraction de 1 % ou que quelques centimes par action.

#### La réforme des commissions à la Bourse des valeurs est nécessaire

Ces réformes devraient être axées sur les commissions des agents de bourse, les commissions de bourse, les remises pour opérations de paquets d'actions à la corbeille, les opérations hors bourse, les taux pour volumes importants et les opérations de liquidation avant la date de règlement.

Les taux de commission devraient être assez élevés pour assurer la promotion et la formation dont les investisseurs individuels du pays ont besoin, avec des mesures d'encouragement adéquates pour les agents de bourse. En même temps, elles devraient être suffisamment faibles et suffisamment variées selon les valeurs et le travail effectué pour donner aux investisseurs un sentiment de justice. Lorsque l'économie commencera à se développer, les commissions pourront se négocier mais des commissions fixes sont adaptées pour des communautés où la politique d'encouragement de la croissance du capital est plus importante que la baisse concurrentielle du coût de l'investissement.

#### Commissions de bourse

Les commissions de bourse sur les opérations sont, au Maroc, beaucoup plus élevées que dans les autres pays. Aux Etats-Unis par exemple, le volume permet que la part de la commission qui revient à la bourse soit de seulement 0,25 % de la commission négociée reçue par l'agent de bourse plutôt qu'un pourcentage de la commission du client. Le taux actuellement élevé de la commission de bourse au Maroc est sans doute nécessaire pour soutenir la bourse à son niveau actuel de faible volume. Ce taux est toutefois beaucoup trop élevé pour encourager les opérations sur titres. La commission de bourse devrait peu à peu devenir un faible pourcentage de la commission de l'agent de bourse.

### Commissions des agents de bourse

Le taux de commission de un demi pour cent proposé par le Maroc pour les agents de bourse pour les opérations petites et moyennes est beaucoup moins élevé que le taux plus normal de 2 % dans l'ensemble qui est demandé à chaque partie dans d'autres pays. Le revenu des agents de bourse pour les opérations petites et moyennes devrait être augmenté à approximativement 2 % pour chacun.

Le taux des agents de bourse est beaucoup trop faible pour supporter la formation des vendeurs et la formation par ces derniers des clients potentiels, nécessaires pour la privatisation et le développement du commerce des titres. Ce taux découragera également l'arrivée dans ce commerce d'agents de bourse non bancaires.

#### Remises : Opérations de paquets d'actions à la corbeille, opérations hors bourse, liquidation avant la date de règlement, taux pour gros volume

Les commissions pour les opérations de paquets d'actions à la corbeille devraient être réduites à 1 %, tandis que celles pour les transactions hors bourse, sans intermédiaire et uniquement pour l'enregistrement, devraient être fixées à environ 0,25 %. Les commissions pour les opérations de taille petite et moyenne sur une liquidation avant la date de règlement devraient être réduites à environ 1 %. Les achats et les ventes sur comptes des sociétés ayant des plans de participation des employés devraient être faits aux taux de gros volumes.

#### Cas inhabituels

Dans des cas très inhabituels, comme la négociation d'opérations sur titres non cotés ou des achats, effectués par un membre, d'actions pour lesquelles il n'y a pas de marché, la commission ou la marge court terme peut être permise dans une gamme de 2 à 5 %.

#### Transactions sur obligations

Les transactions sur obligations sont ordinairement pour des montants en dollars plus importants par unité que les actions; les commissions sur obligations sont par conséquent généralement plus faibles, commençant par exemple à 1 % pour 100 obligations.

## 12. Offres publiques d'achat et ventes de titres secondaires

La réglementation des offres publiques d'achat et de vente de titres devraient être reportées jusqu'au moment où ce sera nécessaire et où des études ultérieures auront été faites

Les réglementations boursières proposées pour les offres publiques d'achat et les ventes de titres reflètent l'inexpérience du Maroc en la matière. Par exemple, les offres publiques d'achat ne sont considérées que sous leur aspect d'effort pour contrôler une société plutôt que comme effort pour obtenir le vote des actionnaires comme cela est fréquent. Ces propositions favoriseraient le contrôle et la direction existants contre ceux demandant une réforme. La première personne qui ferait un appel d'offre serait également favorisée par rapport aux concurrents ultérieurs. La complexité d'offres concurrentes comportant une combinaison de titres et de paiements en argent n'est pas reconnue dans l'obligation simpliste qui demande qu'une offre concurrente soit au moins de 5 % plus élevée en prix que la première offre.

Les offres publiques de vente de titres comportent des procédures entièrement différentes destinées à protéger l'intérêt du public. Elles ne font pas normalement partie du processus d'enchère de la bourse. Elles sont au contraire un effort organisé pour distribuer un gros paquet d'un titre déjà émis par un groupe d'agents de bourse à un prix fixe en faisant tous efforts de vente. Elles sont en cela assez similaires à un syndicat de garantie d'émission. Elles ont pour caractéristiques le fait que les vendeurs payent la commission de l'acheteur et que les agents de bourse ne deviennent que l'agent du vendeur bien qu'ils soient également au service de l'acheteur. Il est peu probable que des ventes de titres soient nécessaires dans un proche avenir au Maroc car il y a une pénurie de l'offre de titres et qu'il est probable que cette pénurie se poursuive pendant très longtemps. Des paquets de valeurs déjà émises offerts à la vente devraient donc pouvoir être distribués sur le marché normal des enchères à un prix fixé par l'offre et la demande avec des membres de la bourse agissant en qualité d'agents de bourse pour les acheteurs ou les vendeurs respectivement.

Dans les deux cas, les opérations de bourse seraient arrêtées pendant la durée de l'offre aux termes des réglementations proposées, dépouillant ainsi injustement les actionnaires de leurs droits de vendre à tout moment ou de spéculer sur le succès probable de l'offre.

### **13. Promotion centralisée**

- a. Le Directeur général de la Bourse des valeurs devrait participer aux campagnes de promotion et de formation relative; à la privatisation

La participation du Directeur général aux campagnes de promotion et de formation donnerait à ce dernier une perspective plus ouverte qui le préparerait au rôle accru de la Bourse des valeurs dans la participation au capital social des sociétés.

- b. Les recommandations de mars 1990 de Price Waterhouse concernant les phases ultérieures de réforme du secteur financier devraient être complétées par une mission à court terme faite auprès de la Bourse des valeurs par un expert en promotion de participation au capital de sociétés.
- c. La Bourse des valeurs devrait continuer sa campagne de vulgarisation une fois que celle concernant la privatisation sera terminée.

La privatisation avec un vaste actionnariat demandera nécessairement une campagne de vulgarisation massive. Il est probable que des consultants en communication seront employés à cet effet.

La Bourse des valeurs devrait continuer sa campagne de vulgarisation une fois la campagne concernant la privatisation sera terminée. Il serait économiquement valable que la création et l'administration d'un programme multimédia soit centralisé à la Bourse et largement exécuté par ses membres.

### **14. Banques en tant que membres et encouragement des sociétés d'agents de bourse non bancaires**

- a. Les banques devraient convertir leurs activités d'agent de bourse dans des filiales organisées en centres de profit.

A mesure que le Maroc développe une communauté de membres non bancaires à la Bourse, il sera nécessaire d'introduire des exigences en fonds propres plus larges afin de protéger la communauté des agents de bourse et les clients contre la faillite d'un des membres. Les exigences en fonds propres pour des agents de bourse sont très différentes de celles des banques. Les transactions des agents de bourse se font à une vitesse rapide et les risques ne sont pas facilement prévisibles. Un certain nombre de pays ne permettent pas à des banques d'être agents de bourse ni même garants d'émissions en raison du risque que cela comporte. D'un autre côté, et contrairement aux avoirs que les

banques possèdent sous forme de crédits, les valeurs sont liquides et leur valeur de marché est connue chaque jour. Les exigences en fonds propres d'une société d'agents de bourse sont par contre exprimées en liquidités d'une façon que les banques ne peuvent pas satisfaire.

Les banques peuvent être exemptées des exigences en fonds propres relatives à des titres si le Gouvernement garantit que les banques ne feront pas faillite. Si ce n'est pas le cas, les activités d'agent de bourse d'une banque doivent être placées dans des filiales.

L'intérêt premier des banques se trouve dans les dépôts et les crédits. L'incitation qu'a une banque à offrir des services d'agent de bourse tient au revenu bancaire qu'elle peut tirer des frais de garde et des frais de détachage de coupons ainsi que des fonds en route qui proviennent de la collecte des dividendes et des intérêts et des paiements anticipés faits par des clients pour des achats de titres ainsi que du décalage des paiements faits par la Banque pour les titres de ses clients qui ont été vendus. L'incitation qu'a une banque à promouvoir l'achat de titres et la formation pour ce faire est inférieure à l'incitation pour des dépôts et des prêts. Ce conflit diminue lorsque l'activité d'agent de bourse d'une banque est organisée comme un centre de profit séparé dans une filiale.

- b. La législation devrait prévoir une date limite pour que les banques convertissent leurs activités d'agent de bourse dans des filiales organisées en centre de profit.

La Hongrie a reconnu ce principe en indiquant dans sa loi de 1990 que les 25 membres bancaires de la bourse devaient placer leurs activités de bourse dans des filiales d'ici la fin 1991. Un certain nombre de pays ne permettent pas à des banques d'être agent de bourse ni même garant ferme d'émissions en raison du risque que cela comporte.

- c. Les sociétés d'agents de bourse non bancaires devraient être encouragées.

Les pays où les sociétés sont à grand nombre d'actionnaires sont généralement également caractérisés par des communautés financières ayant un large segment de sociétés qui se chargent uniquement du commerce de titres. Certaines de ces sociétés se chargent principalement de la commercialisation auprès du public, certaines des opérations de bourse au niveau professionnel, d'autres de la garantie d'émission ou de la gestion de fonds communs de placement, d'autres encore dans des niches spécialisées ou certaines dans toutes ces activités.

La facilité d'entrée dans le commerce de titres tout en maintenant des normes de qualification est un objectif important d'équilibre pour la réglementation gouvernementale et boursière. L'Etat devrait faire attention à ce que les organisations d'agents de bourse n'excluent pas de nouveaux membres qui aient les qualifications requises. Des dispositions spéciales pour faciliter la pénétration économique sont possibles comme l'introduction de dispositions relatives à des sociétés qui désirent être uniquement conseillers en investissements ou commerciaux en matière de titres, afin d'éviter la lourdeur opérationnelle du traitement de comptes clients en introduisant leurs clients de façon ouverte à une autre société pour la garde de leurs comptes. Ce genre de société peut avoir des exigences en fonds propres moins élevées et être exemptée des exigences associées avec la protection des biens du client.

#### 15. Bourses multiples pour le Maroc

Il ne devrait pas être donné suite à la proposition de bourses multiples. La Bourse des valeurs centrale devrait être appelée la Bourse des valeurs du Maroc plutôt que comme c'est le cas à présent porter le nom d'une seule ville.

En fonction des conditions réelles des marchés financiers au Maroc, une seule Bourse des valeurs, indépendante de l'Etat, est suffisante. Le but économique d'une bourse des valeurs est d'attirer sur un seul marché toutes les offres d'achat et de vente existant à un moment donné sur une valeur donnée pour établir la concurrence - des acheteurs contre les vendeurs, des vendeurs contre les vendeurs, des acheteurs contre les vendeurs - afin d'établir le meilleur prix de transactions avec l'accord unanime de tous les acheteurs et vendeurs consentants.

De plus, un tel marché permet qu'un vaste pourcentage des ordres soit exécuté par des agents de bourse en tant qu'agent plutôt qu'en tant que courtier. Ceci abaisse le coût pour les clients qui ne payent qu'une commission plutôt qu'une marge pour le courtier qui doit être plus élevée qu'une commission pour rétribuer l'intermédiaire pour le risque de prise de position.

Le projet de loi prévoit la possibilité de création de bourses de valeurs dans les principales autres villes du Maroc pour effectuer des opérations sur des titres d'intérêt uniquement régional.

Ces titres, par définition, ne produiraient qu'un faible volume d'opérations, dans le cas contraire elles auraient un intérêt national. Les agents de bourse ne souhaiteraient pas participer à des séances qui ne produisent que des commissions négligeables alors qu'un marché central plus important existe.

Il est peu vraisemblable que de petites sociétés régionales aient suffisamment d'actions et d'actionnaires pour supporter des opérations de type enchères. Si c'était le cas, tous les ordres devraient être apportés sur le marché central. Mais si ce n'était pas le cas, il serait meilleur de négocier de façon ouverte entre un grand nombre d'agents de bourse sur le marché central dans un style d'opérations hors cote.

Toute bourse des valeurs supplémentaire qui se développerait au Maroc devrait être le résultat d'une initiative du secteur privé. Si un investisseur désire créer une bourse des valeurs en assumant le risque, on devrait lui permettre de le faire. La concurrence entre les différentes bourses de valeurs sera à long terme bénéfique aux sociétés qui pourront faire une émission publique à des taux compétitifs et pourront en retour payer des commissions inférieures sur leurs investissements.

#### **16. Propositions de communication d'informations financières**

Les propositions concernant les prospectus pour de nouvelles émissions ainsi que les états financiers pour mandataires pour le vote des actionnaires devraient comporter considérablement plus d'informations que ce qui est actuellement proposé.

Les obligations proposées de communication d'informations sont incomplètes pour encourager une vaste participation au capital de sociétés. Les obligations de communication d'informations pour les sociétés inscrites à la cote et les autres sociétés plus grandes et détenues dans le public devraient être révisées et comprendre :

- Une description des risques de l'affaire en question
- La formation et l'expérience des administrateurs
- La rémunération des directeurs principaux et des directeurs et administrateurs en tant que groupe
- Tout conflit d'intérêt des directeurs et des administrateurs

Il conviendrait de plus d'exiger des rapports financiers plus fréquents (c'est-à-dire trimestriels) ainsi que des prospectus et des états pour mandataires plus détaillés. Des résultats financiers annuels audités devraient être publiés et mis à la disposition des actionnaires avant les assemblées annuelles plutôt qu'après ces assemblées.

Le CNVM et la Bourse devraient réviser ces documents pour vérifier qu'ils respectent l'obligation de communication. Il n'est toutefois pas de leur responsabilité d'"approuver" un

prospectus, ce qui impliquerait qu'ils donnent une recommandation. Au lieu de cela, il devrait y avoir une déclaration bien en vue sur le prospectus qui indique que le Gouvernement n'a révisé le document que pour vérifier qu'il respectait les obligations de communication d'information mais qu'il n'a pas évalué les caractéristiques du titre. On devrait apprendre au marché à clairement faire la différence entre le respect des obligations et l'approbation d'un prospectus.

#### **17. Officiers ministériels du Gouvernement**

Le poste proposé d'officier ministériel du Gouvernement devrait être supprimé en faveur d'une vérification comptable normalisée de l'Etat de la justesse des enregistrements financiers et des dépenses.

Les postes d'officiers ministériels du Gouvernement, avec tous les pouvoirs qui leur sont donnés dans le projet de loi pour le CNVM et la Bourse des valeurs, ne sont pas cohérents avec un système de gestion linéaire et seraient en conflit avec l'autorité du Conseil d'administration de la Bourse et du CNVM.

Les fonctions de surveillance proposées pour les officiers ministériels pourraient être accomplies par le Ministre des finances de deux autres façons : tout d'abord par le biais de sa présence ou de celle d'un délégué pour siéger au Conseil d'administration et enfin par le biais de la fonction de contrôle du CNVM.

#### **18. Loi sur les faillites**

Une loi spéciale sur les faillites devrait être rédigée pour les membres de la Bourse des valeurs, qui donneraient priorité le retour aux clients de leurs biens.

La loi ancienne du Maroc sur les faillites pose une grave menace aux porteurs de titres si un membre de la Bourse des valeurs venait à faire faillite et accroît de façon prohibitive le coût d'un fonds de compensation destiné à aider les clients de ce membre failli. Pour cette raison, une loi spéciale sur les faillites devrait être rédigée pour les membres de la Bourse des valeurs, qui donnerait priorité au retour aux clients de leurs biens. La préparation d'une telle loi exigerait de plus amples études. Une annexe sur le fonds de compensation apparaît en appendice pour suggérer les problèmes que cela comporte.

Confier à l'Association des agents de bourse la rédaction de la loi sur les faillites semble inadéquat car cela peut donner la perception d'un conflit d'intérêts. Tous les membres de la communauté financière et de la communauté juridique devraient avoir la possibilité de donner leur avis et leurs commentaires sur ces propositions mais le comité du corps législatif à qui il

revient d'amender la loi sur les faillites devrait en être le principal rédacteur. La Loi des Etats-Unis sur la protection des investisseurs sur titres, telle qu'elle a été amendée en 1978 et les projets actuels de loi au Sri Lanka et au Canada pourraient être des sources d'idées utiles.

#### 19. Comptabilité et audit

Le Plan comptable proposé et les normes comptables et d'audit communément admises pour le Maroc, devraient être adoptés par le Parlement et strictement appliqués.

L'équipe n'a pas reçu copie du plan comptable proposé. Toutefois, elle a rencontré certains des spécialistes qui ont aidé à la rédaction de la proposition et elle est confiante que la proposition est aussi avancée que cela est possible dans le moment présent.

#### 20. La politique fiscale empêche la croissance du marché du capital-risque

La complexité de l'imposition des dividendes, des intérêts et des plus-values devrait être simplifiée afin de rendre plus égale la concurrence en matière d'épargne et d'éliminer les distorsions du placement de l'épargne déterminé par le marché.

Lorsque l'intérêt public qui amène à diriger l'épargne vers certaines filières amène une distorsion de la détermination du marché, ces mesures d'encouragement devraient être temporaires.

Il n'est pas sûr qu'il y ait des propositions à venir visant à exonérer d'impôts les porteurs individuels d'actions cotées mais toute étude dans ce sens serait une mesure d'encouragement à une plus vaste vente de titres.

#### 21. Compagnies d'assurances

L'Etat devrait attacher une attention particulière aux recommandations des compagnies d'assurances qui accroîtraient leur capacité à participer au financement du secteur privé

Les compagnies d'assurances sont les meilleurs clients de titres marocains. Elles pourraient être encouragées à participer à des opérations court terme destinées à accroître la liquidité des marchés boursiers. Les 6.000 spécialistes d'assurance au Maroc sont une force de vente potentielle pour la vaste participation au capital de sociétés, et notamment pour les fonds communs de placement.

## 22. Fonds communs de placement

Les fonds communs de placement sont tout spécialement adaptés à une communauté d'épargnants qui ne sont pas préparés à évaluer des titres individuels.

La sélection professionnelle d'investissements pour un fonds commun de placement comble cette déficience tandis que la diversification des investissements réduit le risque pour les acheteurs de fonds communs de placement. La vente de fonds communs de placement ne nécessite pas de professionnels spécialement formés en analyse de titres.

## 23. Obligations de sociétés

Les modifications des politiques fiscales et autres de l'Etat visant à encourager l'émission et l'achat d'obligations et de titres convertibles de sociétés constituent un vaste potentiel d'accroissement du niveau d'expérience des épargnants publics et des sociétés à faible nombre d'actionnaires, ainsi que des opérations de bourse.

Les désincitations des lois actuelles fiscales et autres de l'Etat en ce qui concerne l'achat d'obligations de sociétés suppriment la plus grande opportunité de développement boursier, l'expérience publique en investissement dans des sociétés, et la familiarisation des sociétés à faible nombre d'actionnaires avec les avantages d'une vaste répartition des fonds propres.

Les Marocains sont aujourd'hui à l'aise avec des instruments financiers à revenu fixe comme les obligations d'Etat et les dépôts bancaires à terme. Il serait plus facile d'encourager ces épargnants à acheter des obligations de sociétés à revenu fixe plutôt que des titres plus risqués. Il y aurait pour les sociétés des incitations supplémentaires à se privatiser par le biais de la vente d'une combinaison d'actions à relativement bas prix et d'obligations relativement importantes, tout particulièrement si ces obligations sont garanties par l'Etat. Cette combinaison familiariserait les épargnants marocains avec les avantages à long terme des actions tout en leur offrant un produit au revenu acceptable et plus sûr.

Les propriétaires de sociétés privées à faible nombre d'actionnaires au Maroc craignent l'émission d'actions dans le public en raison des conséquences possibles de transparence, de mise en question par les actionnaires publics, ou de tentatives de prise de contrôle qui mettraient au défi leur direction. L'émission d'obligations de sociétés ne comporte pas les mêmes problèmes. Elles offriraient toutefois aux sociétés une route compétitive différente pour obtenir du capital supplémentaire et, le temps passant, diminueraient leur résistance envers l'émission publique d'actions.

Les opérations ultérieures sur les actions et les obligations renforceront la Bourse des valeurs.

**24. Recommandations dans le cadre des propositions de réglementation**

De nombreuses autres recommandations spécifiques sont incluses dans les projets de réglementation, un décret d'application et la discussion de la formation professionnelle et de la formation du public.

Répartis en onze sujets, ces annexes forment un plan opérationnel global pour la Bourse des valeurs. Les sujets discutés ci-dessus sont des commentaires sur les pratiques actuelles et sur les changements proposés élaborés au Maroc avant la présente étude. D'un autre côté, les annexes sont rédigées comme un modèle global pour l'opération de la Bourse qui est recommandée à court et à plus long terme. Nombre des concepts et des procédures exposés dans les annexes dépassent par conséquent en importance, certains des sujets discutés ci-dessus. Une étude complète du rapport nécessite de lire les annexes ainsi que le présent texte.