

- PN-ABT-927 12/20/11 ch

***PriceWaterhouse LLP***



# **Elargissement de l'Actionnariat**

Rapport Final

4 mai 1994

*Ce Rapport, commissionné par USAID/Rabat, a été produit par l'International Privatization Group (IPG) de Price Waterhouse. Il a été conçu et dirigé par Mr. Jean-Louis Danis, Président de Inter American Finance Corporation, avec la collaboration de Mme Sally Warren, Consultant, et du staff de IPG.*

*Price Waterhouse*



4 Mai 1994

Mr. Hassan Amrani, Chargé de Mission auprès du Premier Ministre  
Coordinateur de la Privatisation  
Département de la Privatisation  
Ministère de la Privatisation  
Rabat, Maroc

Monsieur,

Le Groupe de Privatisation International de Price Waterhouse (PW/IPG) a l'honneur de vous soumettre le rapport final sur l'Elargissement de l'Actionnariat. Ce rapport final tiens compte des observations émises lors des visites de notre équipe à Rabat en Décembre et en Février.

Ce rapport présente de nombreuses recommandations que le Ministère de la Privatisation peut, soit mettre en place directement, soit servir de catalyseur pour la promotion des réformes proposés. Nous suggérons au Ministère de confier à son conseiller juridique l'identification des changements légaux nécessaires à accomoder les recommandations présentées ici.

Nous restons à votre disposition pour répondre à toute question concernant ce rapport. Nous vous remercions pour l'attention apportée par le Ministère à cette étude.

Nous vous prions d'agréer, Monsieur Amrani, l'expression de nos sentiments respectueux.

Auguste E. Rimpel, Jr.  
Associé  
Price Waterhouse  
International Privatization Group

cc: Susan Riley, USAID

## TABLE DES MATIERES

### SOMMAIRE GENERAL

#### I. INTRODUCTION

##### A. OBJECTIFS DE L'ETUDE

##### B. CONCEPTS ET METHODOLOGIE

1. Actionnariat et marchés financiers
2. Définition de l'élargissement de l'actionnariat individuel
3. Méthodologie

##### C. ORGANISATION DU RAPPORT

#### II. CARACTERISTIQUES ESSENTIELLES DU SYSTEME FINANCIER

##### A. HISTORIQUE

##### B. FINANCEMENT, INSTRUMENTS FINANCIERS ET LA BOURSE

1. Financement actuel des entreprises
2. Environnement légal et opérationnel
3. Bourse des Valeurs de Casablanca
4. Autres instruments financiers
5. Cote et négoce boursiers; conclusions générales

##### C. PROFIL DE L'ACTIONNARIAT POTENTIEL

1. Vue d'ensemble
2. Moyens d'épargne
3. Individus
4. Résidents marocains à l'étranger (RME)
5. Investisseurs institutionnels
6. Employés et groupes spéciaux

- D. **QUESTIONS FISCALES CONCERNANT L'ELARGISSEMENT DE L'ACTIONNARIAT**
1. Fiscalité inégale des instruments financiers
  2. Double imposition des dividendes
  3. La plus-value, émission de droits et dividendes en actions non imposés
  4. Traitement fiscal complexe des instruments financiers hybrides
- E. **EMISSIONS PUBLIQUES RECENTES**
1. Comparaison
  2. Emission de la WAFABANK
  3. CTM-LN
  4. Activité boursière après émission
  5. CIOR
  6. Publicité, relations publiques et campagnes éducationnelles supportant la privatisation

### III. **RECOMMANDATIONS**

- A. **RECOMMANDATIONS CONCERNANT L'OFFRE**
1. Un plus grand nombre d'émissions nouvelles est nécessaire
  2. Les futures émissions devraient être techniquement améliorées
  3. Les institutions financières spécialisées devraient participer au marché financier
  4. Le secteur financier de l'Etat devrait être réformé
  5. Des Fonds de placement monétaires et marché inter-bancaire devraient être organisés
  6. De nouveaux instruments financiers devraient être créés
  7. Une agence de Renseignements Commerciaux et d'Informations Financières devrait être établie
  8. Les intermédiaires de Bourse devraient s'auto-superviser
  9. La Bourse des Valeurs de Casablanca et le CDVM devraient assurer leur bon fonctionnement opérationnel
  10. Les actions devraient pouvoir servir au nantissement des prêts
- B. **RECOMMANDATIONS STIMULANT LA DEMANDE**
1. Cibler les nouveaux investisseurs individuels
  2. Créer un index de croissance de l'actionnariat
  3. Créer un système d'épargne pour les investissements des employés et autre groupes spéciaux
  4. Crédibiliser les investisseurs institutionnels

**C. RELATIONS PUBLIQUES**

1. Le M.P. devrait avoir des activités régulières de relations publiques
2. Le M.P. devrait mener des séminaires d'information sur l'élargissement de l'actionnariat
3. Le M.P. devrait mener un séminaire pour les médias sur l'environnement, l'analyse et la rédaction financiers
4. Le M.P. devrait introduire des programmes éducationnels de télévision

**IV. PLAN D'ACTION RECOMMANDE**

**A. FONDS D'ASSISTANCE SECTORIEL A LA PRIVATISATION**

**B. PLAN D'ACTION**

1. Mesures directes par le M.P.
2. Mesures à promouvoir par le M.P.

Appendice 1. Acronymes

Appendice 2. Entrevues conduites au Maroc et aux Etats-Unis

Appendice 3. Bibliographie

Annexes (séparées)

## SOMMAIRE GENERAL

### I. HISTORIQUE ET ARRIERE-PLAN

Le but principal du programme de privatisation est de transférer la propriété et le risque d'entreprises publiques au secteur privé. Ce programme vise à stimuler la vigueur du secteur privé et sa croissance économique. L'un des objectifs principaux de l'Etat marocain est d'inviter le public à participer au capital des entreprises privées. Ce rapport envisage certaines mesures conduisant à la réalisation de cet objectif.

Pour arriver à ce but, il faut produire des réformes et des changements au système financier actuel visant à stimuler le développement d'un marché des capitaux actifs et vigoureux. Ce marché dirige l'épargne vers les capitaux propres et la dette à long terme et rend possible l'expansion des entreprises. Le Maroc doit encore développer sa capacité de générer une épargne à long terme et un marché des capitaux jusqu'ici limité par un système financier rigide et la priorité accordée dans le passé aux entreprises d'Etat.

Elargir l'actionnariat, c'est-à-dire la participation au capital, doit être considéré dans le contexte politique, opérationnel et réglementaire des marchés financiers. Elargir la participation au capital revient à accroître la participation des investisseurs individuels et institutionnels au marché des capitaux. Ceci requiert des programmes éducatifs afin de mettre le public au courant des possibilités d'investissement qu'ouvrent les nouveaux marchés financiers. L'investissement en valeurs mobilières et le programme de privatisation sont à la base de cet expansion, qui nécessite aussi l'élimination d'obstacles juridiques et systémiques afin de créer un environnement favorisant la croissance du marché des capitaux, le développement et la modernisation de la totalité du secteur financier.

### II. RESULTATS ET CONCLUSIONS

#### A. **Une demande réprimée importante semble exister pour l'investissement en actions:**

Bien qu'il n'y ait pas eu d'offres publiques d'actions de nouvelles sociétés depuis 1985, trois offres publiques récentes, y compris deux transactions de privatisation, ont démontré l'existence d'une demande d'investissement très importante. Ceci prouve indubitablement que le développement du marché des capitaux peut être accéléré au Maroc. Un actionnariat élargi peut en être l'une des caractéristiques.

Les liquidités disponibles des investisseurs potentiels apparaissent suffisantes pour permettre de nouveaux investissements financiers et l'accès de l'Etat aux ressources financières nécessaires à ses obligations budgétaires. La base des investisseurs éventuels se compose de personnes et d'institutions (compagnies d'assurances, fonds communs de placement, etc.) qui possèdent les ressources, les connaissances et l'intérêt requis pour participer activement au marché des capitaux. Le programme de privatisation joue un rôle critique de vitalisation de ce marché.

**B. La privatisation apporte de nouvelles actions au marché:**

L'influence la plus forte sur le développement du marché des capitaux du Maroc est le programme de privatisation mené par le Ministère la Privatisation (M.P.). La privatisation totale ou partielle d'entreprises publiques fournit de nouveaux produits (les actions) au marché. La mise en bourse de nouvelles sociétés crée de nouvelles opportunités d'investissement et stimule l'éclosion d'une classe nouvelle d'investisseurs individuels. Le négoce des titres améliorera la liquidité de ce marché.

**C. La Bourse doit devenir plus transparente et plus efficiente:**

Le fonctionnement des marchés financiers peut être en soi un obstacle à l'expansion de l'actionnariat. Les pratiques de la Bourse, telles que les règlements restrictifs sur les cotations, les cessions directes et l'enregistrement incomplet ou tardif de ces transactions, la qualité médiocre de l'information divulguée au public par les sociétés inscrites, les comptes et rapports financiers peu fiables, le système compliqué et risqué de compensation et de règlement entre agents de change et les commissions élevées perçues sur les transactions boursières sont à modifier immédiatement. Un marché des capitaux actifs et vigoureux et une large participation publique sont clairement avantageux tant pour le pays que pour la Bourse.

**D. Le financement de la dette de l'Etat contraint le développement des marchés financiers:**

Les politiques financières du gouvernement ont, dans le passé, entravé le développement et l'usage d'instruments financiers diversifiés et la croissance du marché des capitaux. La distorsion principale tient dans la manière du Trésor de diriger les opérations de financement de la dette de l'Etat. Tant les taux d'intérêt que la qualité des prêteurs sont déterminés par l'Etat et non par le marché. En conséquence, il a été jusqu'ici impossible de développer un véritable marché de l'argent et des taux d'intérêt. Cette pratique exerce une influence profondément coercitive sur les marchés financiers au Maroc.



**E. Le recours des entreprises au crédit bancaire est excessif:**

Le système financier du Maroc a vécu sans les institutions ni l'organisation d'un marché des capitaux actif et capable d'attirer l'épargne. Conséquemment, le financement des entreprises dépend excessivement du crédit bancaire. Celui-ci, accordé conformément à la politique monétaire de l'Etat, n'était pas basé sur des standards de crédit sains. Nombre de ces prêts ont servi de «quasi-capitaux propres». Se substituant au capital à fournir par les marchés, ils comportent des risques énormes. L'application de nouvelles règles prudentielles bancaires apportera plus de rigueur à l'analyse des crédits et forcera les entreprises emprunteuses à observer des standards plus rigoureux de gestion financière. Dans ce nouveau contexte, un cadre légal permettant le nantissement des titres devrait être instauré.

**F. De nouvelles institutions sont nécessaires:**

Certaines institutions sont nécessaires au fonctionnement efficace du système financier. Les OPCVM sont maintenant prévus par la loi. Leur mise en place requiert que le CDVM soit opérationnel. D'autres institutions, telles que les banques d'investissement, les Bourses se faisant concurrence, un organismes de dépôt, compensation et règlement, les courtiers et négociants en bourse, n'émergeront que si les marchés se développent. Il serait préférable que les autorités encouragent le secteur privé à organiser les services qui vitaliseront le marché des capitaux au Maroc.

**G. La fiscalité des instruments financiers doit être égalisée:**

Un régime fiscal favorisant certains instruments financiers crée des distorsions dans le marché des capitaux. Etant peu imposés, les comptes d'épargne et les obligations de l'Etat attirent l'épargne aux dépens des financements du secteur privé et renchérissent ceux-ci.

**III. RECOMMANDATIONS RELEVANT DU MINISTERE DE LA PRIVATISATION (M.P.)**

Il faut placer les recommandations relatives à l'expansion de l'actionnariat dans le contexte des marchés financiers et définir la nature de l'offre et de la demande dans le contexte de leur environnement légal et opérationnel. Par conséquent, certaines recommandations présentées dans ce rapport ne relèvent pas directement du M.P. Cependant, étant donné sa fonction, celui-ci peut jouer un rôle de catalyseur et promouvoir les réformes proposées dans ce rapport.

**A. Le Ministère de la Privatisation (M.P.) devrait donner priorité aux offres publiques en tant que composante-clé de la structure des transactions:**

- Afin d'accroître la pénétration des ventes d'actions, le M.P. devrait diversifier les réseaux de distribution de celles-ci;
- Au fur et à mesure que le M.P. et les institutions financières gagnent en expérience, le M.P. devrait engager les institutions à participer concurrentiellement à des souscriptions fermes (underwriting); ceci améliorera les prix de vente et la distribution des émissions de privatisation, selon les directives de l'Organisme d'Evaluation. Cette mesure aidera à développer le professionnalisme de l'industrie et renforcera la participation des OPCVM dans les syndicats de placement.
- Le M.P. devrait autant que possible inclure de nouveaux instruments financiers dans la structure des privatisations à venir.

**B. Le M.P. devrait définir clairement les investisseurs ciblés et établir des systèmes pour en suivre l'expansion:**

- Les investisseurs individuels à cibler comprennent les premiers 470.000 ménages urbains qui sont surtout concentrés dans les régions industrielles du Centre (Casablanca) et du Nord-Ouest (Rabat-Kenitra-Tanger). Les RME (marocains résidant à l'étranger) constituent une deuxième base d'investisseurs à cibler, particulièrement ceux qui résident dans la Communauté Européenne. Quoiqu'il serait souhaitable de ne pas se borner à ces deux groupes, ceux-ci disposent de l'épargne et de la compréhension nécessaires à l'investissement. Etant groupés, ils sont aussi les plus économiques à atteindre. Il faudrait néanmoins essayer d'étendre l'actionnariat au-delà de ces groupes.
- Le M.P. devrait élaborer un système capable de rassembler les données de chaque émission publique et d'analyser l'expansion de l'actionnariat. La récolte et le traitement des données nécessaires à ces études serait confiée au chef de file de chaque émission.
- Les investisseurs institutionnels représentent une composante importante de l'investissement. Toutefois, ils n'existeront réellement qu'une fois le CDVM opérationnel (voir IV ci-dessous).

- C. Le M.P. devrait considérer l'établissement de structures financières appropriées à la participation de groupes particuliers tels que les régions, les employés et les agriculteurs:**
- Un Fonds Salarial d'Épargne-Actions (FSEA) devrait être établi pour aider les employés à acheter des actions de leur société lors de leur privatisation. Le détail de l'opération recommandée se trouve à la section III.B.3.
  - Il faudra promouvoir l'organisation de plans d'acquisition d'actions par les employés ("ESOP") au sein de leur société. Le FSEA proposé ci-dessus pourrait encourager initialement la participation des travailleurs dans ces ESOP.
- D. Le M.P. devrait promouvoir certaines activités éducationnelles et de relations publiques visant à la visibilité de son programme et à développer la confiance du public dans l'intégrité et la transparence des émissions d'actions d'entreprises privatisables:**
- Les recommandations figurant à la section III.C. amélioreront les relations publiques générales et cibleront les groupes d'actionnaires potentiels.
  - Il faudrait organiser un séminaire adressé au personnel des institutions financières, à la presse, aux émetteurs privés et aux groupes sociaux. Ce séminaire, dont le but est de promouvoir les opérations des marchés financiers, celui des capitaux en particulier, est à coordonner avec le M.F. Les sujets spécifiques du séminaire sont détaillés à la section III.C.2.
  - Il faudrait organiser un séminaire pour l'éducation intensive des membres de la presse dans le but d'améliorer la qualité des reportages financiers et d'expliquer les nouveaux marchés financiers, la transparence, le reportage factuel des événements, les informations nécessaires, etc. Un cursus de ce séminaire de trois à cinq jours est détaillé à la section III.C.3.

#### **IV. AUTRES MESURES ESSENTIELLES A LA CROISSANCE DU MARCHÉ DES CAPITAUX.**

**Pour créer un environnement favorisant la participation au capital des entreprises et réduire les distorsions et inefficacités affectant le marché des capitaux, le M.P. devrait promouvoir certaines réformes relevant d'autres ministères. Les mesures présentées ici sont détaillées dans le rapport et les recommandations (section III).**

- Le CDVM est la clé de voûte du développement du marché des capitaux. Il est urgent et fondamental que cet organe soit opérationnel. Le CDVM ne remplira son rôle de catalyseur et de contrôle des marchés que si sa direction générale et son staff sont de très haut calibre, conscients du rôle fondamental qu'ils ont à remplir dans le processus ordonné du développement des marchés financiers et capables de remplir leur fonction indépendamment et efficacement.
- Il faudra modifier les opérations de financement de la dette publique par le biais d'enchères publiques généralisées et la mise au marché de tous les instruments du Trésor, permettant ainsi au marché d'établir leurs taux d'intérêt. Ces mesures seraient facilitées par l'investissement du portefeuille fiduciaire de la CDG dans les marchés financiers. Elles assureront la croissance et la liquidité d'un véritable marché de la dette de l'Etat, lequel fixera par le négoce les taux d'intérêt de référence une véritable courbe de rendement.
- Les régulateurs du marché des capitaux seraient invités à adopter une attitude encourageante à l'égard de ceux qui tentent d'organiser de nouveaux services et institutions centrés sur ou supportant le marché des capitaux, telles que le marché interbancaire, les OPCVM monétaires et les banques d'investissement. En particulier, la privatisation des institutions financières spécialisées (SNI, CIH, BNDE) pourrait s'effectuer par la création d'OPCVM auxquels leurs portefeuilles seraient transférés.
- La transparence et l'efficacité de la Bourse devraient être améliorées. Ces mesures visent la promotion, le respect et le contrôle de la transparence de l'information par les intermédiaires de bourse et l'application efficace de standards d'information financière à fournir par les sociétés inscrites à la Bourse.

- Il faudrait créer rapidement un organisme moderne de compensation et de garde des titres pour réduire les risques associés au négoce des actions et permettre le nantissement de celles-ci.
- Les conditions requises pour la cotation devraient être plus adaptées à la réalité marocaine. Les régulateurs pourraient permettre un marché ou une Bourse séparés pour les entreprises qui ne satisfont pas aux conditions assez rigoureuses requises par les nouvelles lois des marchés financiers.
- Les cessions directes devraient être sujettes à la stricte supervision de la BVC et être communiquées au marché immédiatement et intégralement.
- Les sociétés déjà cotées à la BVC devraient procéder endéans l'année aux émissions publiques secondaires nécessaires au respect des nouvelles conditions d'inscription à la cote (20% des actions émises doivent être enregistrées à la BVC). Cette recommandation permet d'augmenter l'offre de titres sur le marché.
- Le Ministère des Finances ("M.F.") devra reconsidérer la fiscalité des instruments financiers dans le but d'éliminer les différences actuelles.

## **I. INTRODUCTION**

### **A. OBJECTIFS DE L'ETUDE**

Le succès du programme de privatisation, et en fait la croissance saine du secteur privé, repose sur l'existence de marchés financiers actifs. Le marché des capitaux fournit le capital et les prêts à long terme nécessaires aux entreprises. L'étape initiale de son développement passe par la privatisation réussie des entreprises nationalisées. Celle-ci dépend de l'intérêt des institutions et des individus à investir leurs capitaux dans ces entreprises. De plus, les mécanismes de recours au marché des capitaux varient en fonction des besoins des entreprises: les émissions de nouvelles obligations et de droits et les infusions de capitaux frais sont ajustées à leurs besoins et risques spécifiques. Afin de permettre la croissance du secteur privé et son succès dans l'économie mondiale, le secteur financier marocain devrait développer ces mécanismes dans le cadre organisé d'un marché des capitaux actif.

Pour formuler cette stratégie de privatisation, il faut considérer l'offre et la demande d'actions et la structure institutionnelle dans laquelle fonctionne la bourse. Les participants principaux au marché des capitaux sont actuellement le Ministère de la Privatisation, les autorités financières de l'Etat, la Bourse des Valeurs de Casablanca, le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, les intermédiaires de Bourse et les institutions financières (banques et institutions financières spécialisées). Tant les individus et institutions fournissant les capitaux que les entreprises recherchant ces capitaux sont directement intéressés au bon fonctionnement et au contrôle transparent du marché des capitaux.

Reconnaissant l'engagement du gouvernement marocain envers la privatisation, la U.S. Agency for International Development (USAID/Rabat) a établi un Fond d'assistance à la privatisation (Privatization Sector Assistance Fund) qui supporte ce programme. Un des buts principaux de ce fond, que le gouvernement marocain supporte, est l'expansion de l'actionnariat individuel qui permet d'éviter la concentration économique des entreprises privatisées.

Le but de cette étude, confiée à Price Waterhouse par "USAID/Rabat" dans le cadre du Fonds Sectoriel d'Assistance à la Privatisation, est de recommander au Ministère de la Privatisation des mesures assurant l'expansion de l'actionnariat individuel.

## B. CONCEPTS ET METHODOLOGIE

L'expansion de l'actionnariat comprend divers éléments. Elle met en jeu des mécanismes directs et indirects de collecte de l'épargne. Il est directement lié au niveau d'épargne et à la gamme d'instruments d'investissement en capital et emprunts. Il est favorisé par un environnement politique, légal et opérationnel harmonisé par rapport à chacun de ses participants. Nous fournissons ci-dessous une définition de l'expansion de l'actionnariat dans le contexte des marchés financiers et décrivons la méthodologie employée dans ce rapport.

### 1. Actionnariat et Marchés Financiers

Il faut évaluer l'objectif de l'élargissement de l'actionnariat dans le contexte d'une définition du marché des capitaux. Dans la figure 1, une description graphique schématise les différents instruments de financement offerts aux sociétés sur les marchés financiers. Les actions ne constituent qu'une partie du marché des capitaux: le négoce des actions est généralement inférieur à celui de la dette dans les marchés les plus développés.

Le terme « marché des capitaux » couvre le marché des capitaux à risques et de la dette à long terme, par opposition au terme plus général de « marchés financiers » qui inclut les opérations à court terme des banques commerciales et autres sociétés financières (marché interbancaire, certificats de dépôts, billets de trésorerie, etc.). Normalement, le développement du secteur financier s'accompagne d'un transfert d'actifs du secteur bancaire vers le marché des capitaux. Alors que, en moyenne, les actifs du secteur bancaire ne constituent que 37% des actifs totaux de systèmes financiers développés, ils sont supérieurs à 70% en économies émergentes. La notion d'expansion de l'actionnariat comprend le développement et la modernisation du secteur financier en général, et du marché des capitaux en particulier.

Afin de tenir compte de toutes les composantes du marché des capitaux, la définition de l'expansion de l'actionnariat doit comprendre les divers types d'instruments négociés sur ce marché. Cette diversité des instruments financiers permet initialement une participation plus large à la privatisation et ensuite la participation directe ou indirecte aux marchés secondaires, c'est-à-dire au négoce en bourse.

Les individus participent au négoce boursier par l'intermédiaire d'institutions de leur choix. Les fonds communs de placement sont un excellent moyen d'accroître leur participation au marché des capitaux. La participation active des caisses de retraite et des compagnies d'assurance-vie (l'épargne contractuelle) ajoute de la liquidité au marché. D'autres institutions y sont efficaces, telles les "ESOP" et autres systèmes d'épargne en actions.

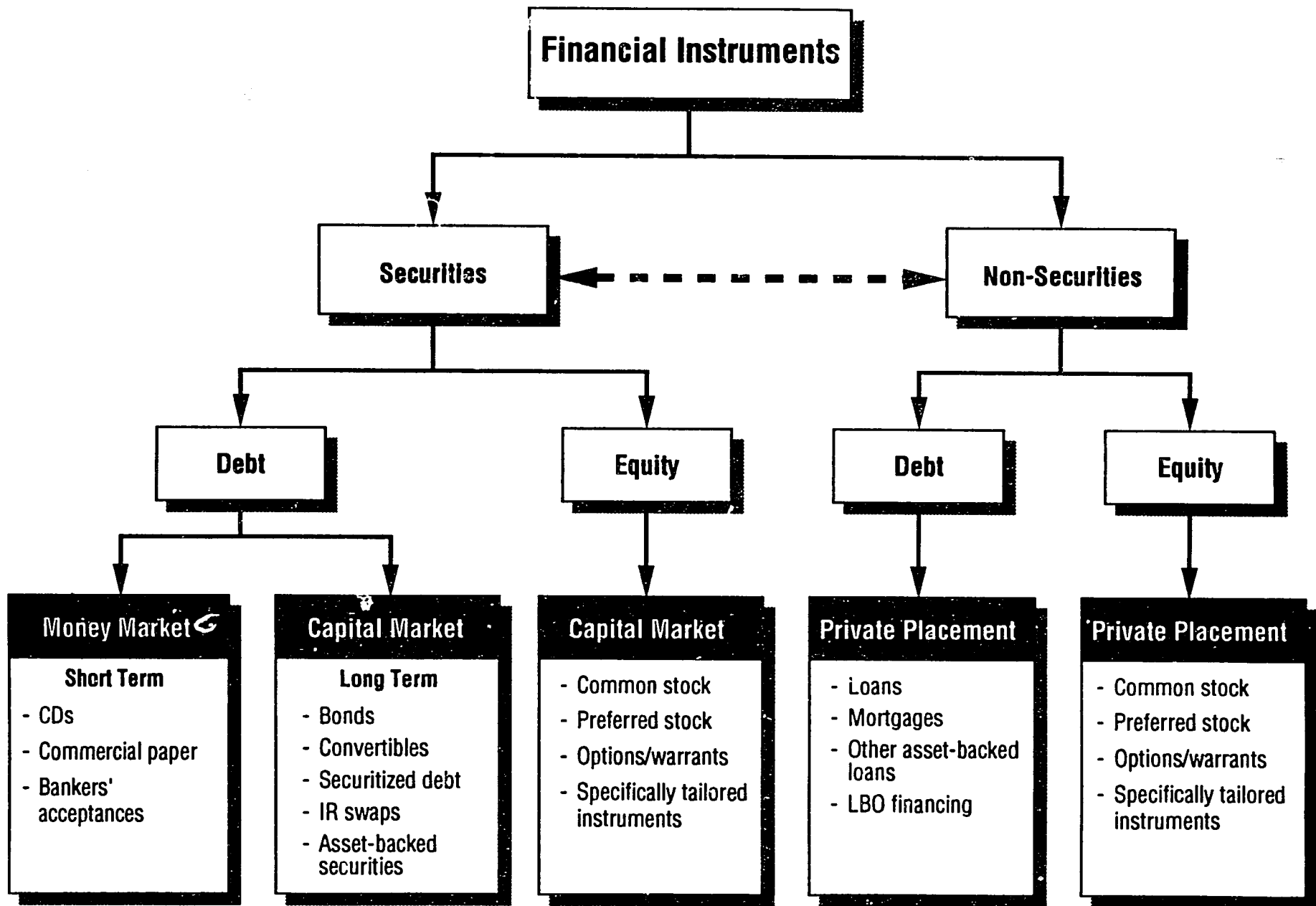


Figure 1



## 2. Définition de l'Élargissement de l'Actionnariat Individuel

Notre définition de l'élargissement de l'actionnariat inclut la participation du public au marché des capitaux par:

- l'achat de nouvelles actions et obligations d'entreprises privées ou en voie de privatisation;
- le négoce d'actions et d'obligations dans les marchés secondaires.

**L'élargissement de l'actionnariat suppose la levée des contraintes (légal et opérationnelles) à l'existence de véhicules et d'instruments d'investissement et la mise en oeuvre de programmes éducatifs visant à développer la compréhension du public. Les mesures visant à augmenter l'offre d'actions renforceront les marchés financiers et attireront les participations individuelle et institutionnelle. La condition préalable principale est l'existence d'un environnement favorisant la croissance saine de l'économie et du secteur privé.**

Du point de vue de la privatisation des entreprises, les actions du M.P. visant à élargir l'actionnariat comprennent :

- la mise en place de programmes éducationnels et de relations publiques qui sensibiliseront les groupes d'actionnaires ciblés à la possibilité de tels investissements;
- la structuration de transactions de privatisation promouvant une participation plus large du public marocain. Ceci peut inclure :
  - o des conditions d'émission favorisant la diffusion des actions à travers le pays;
  - o le développement actif de nouveaux instruments ou mécanismes par lesquels les individus peuvent acheter des actions des privatisées (OPCVM, ESOP, etc...); en particulier, la création d'un fond d'épargne (FSEA) aidant les employés à acheter des actions de l'entreprise pour laquelle ils travaillent;
  - o des offres ciblant les groupes spéciaux (tels que des groupes régionaux ou les agriculteurs).

### 3. Méthodologie

Notre méthodologie est basée sur des entrevues et des données relatives au secteur financier (banques, compagnies d'assurance et autres institutions financières), à la Banque Centrale, le M.F. (Trésor, Impôts, Marché des capitaux, Crédit), le Contrôle des Changes, le secteur industriel et celui des services, les associations professionnelles et les organisations sociales. En rédigeant ce rapport, l'équipe PW/IPG a travaillé en étroite collaboration avec ses conseillers pour le programme marocain de privatisation. Une liste des personnes interviewées est incorporée en appendice à ce rapport.

Les textes légaux concernant les informations à fournir par les entreprises, la Bourse, la création de nouveaux véhicules d'investissement et l'établissement d'une agence de contrôle pour le marché des capitaux (CDVM) ont été pris en compte, ainsi que les lois récentes couvrant la banque et la comptabilité.

Tout rapport traitant de marchés émergents tels que le Maroc est soumis, du fait des changements rapides qui y prennent place, à l'obsolescence de ses prémisses et recommandations. Celui-ci n'y échappe pas: l'analyse sur le terrain s'est terminée en août 1993 et son ébauche en novembre; celle-ci était basée sur les données et statistiques alors disponibles (1990 pour les Assurances, 1992 pour la dette du Trésor); elle a été ajustée en février 1994 afin de refléter les grands changements nouveaux sans toutefois inclure ni l'analyse détaillée de ces derniers ni aucune extension statistique. Ce rapport incorpore les commentaires de l'USAID et du M.P., et d'autres recueillis lors de la journée de réflexion organisée par ce dernier en mars 1994.

Le M.P. dispose d'un conseiller juridique mis à sa disposition par Price Waterhouse selon les termes de son contrat avec l'USAID / Rabat. Nous suggérons au M.P. de confier à ce conseiller l'identification des changements légaux nécessaires à accomoder les recommandations présentées ici.

## C. ORGANISATION DU RAPPORT

Le Chapitre II présente une analyse des caractéristiques principales du système financier marocain, en particulier celles affectant l'expansion de l'actionnariat. Le Chapitre III présente nos recommandations. Le Chapitre IV comprend certains commentaires sur le Fond d'assistance de l'USAID à la Privatisation et un Plan d'Action. Le rapport est organisé en fonction des thèmes généraux suivants :

- **Caractéristiques principales du système financier marocain**  
Dans la section II.B., nous traitons des questions de capital, de crédit, de taux d'intérêt et de liquidité des marchés financiers. Nous présentons ensuite une analyse de l'environnement légal et opérationnel, suivie d'une analyse des instruments financiers existant.
- **Profil des investisseurs potentiels**  
Dans la section II.C, nous fournissons une vue générale des niveaux d'épargne, des sources de celle-ci et de leur canalisation. L'analyse se concentre ensuite sur les individus, les résidents marocains à l'étranger (RME), les investisseurs institutionnels, et enfin les employés et autres groupes spéciaux. Les questions fiscales suivent dans la section II.D.
- **Analyse des émissions publiques récentes et ses conclusions**  
Nous fournissons une analyse des émissions publiques de WAFABANK et de la CTM-LN à la section II.E (le détail de l'émission CIOR n'était pas disponible).

**Basées sur le diagnostic de l'offre**, les recommandations de la section III.A visent le nombre et la fréquence des OPV, la création et le développement de nouveaux instruments financiers, les règles et organisme de contrôle et d'auto-supervision des intermédiaires boursiers, les améliorations nécessaires au fonctionnement de la bourse et le rôle actif à y jouer par le Trésor et les institutions financières spécialisées.

**Basées sur le diagnostic de la demande**, les recommandations de la section III.B propose des mesures visant à stimuler la demande et définir les investisseurs individuels ciblés, les méthodes mesurant leur participation, les mesures fiscales associées, les questions concernant les groupes-cibles spéciaux et la transparence des fonds d'investissement.

Tirant leçon des émissions publiques de privatisation et des activités promotionnelles du M.P.y relatives, les recommandations de la section III.C couvrent les programmes éducationnels et de relations publiques dont nous proposons la mise en oeuvre.

## **II. CARACTERISTIQUES ESSENTIELLES DU SYSTEME FINANCIER**

### **A. HISTORIQUE**

Le système financier marocain n'a pas encore développé les caractéristiques ni les institutions capables d'assurer les besoins financiers d'une économie et d'un secteur privé en croissance. Le marché des capitaux, où se rencontrent la demande et l'offre de capitaux à risque et de dette à long terme, n'en est qu'à la phase initiale de son développement.

Les institutions principales y sont les banques qui, sous un régime de contrôle étatique, n'ont été que peu guidées jusqu'ici par des considérations traditionnelles de crédit. Mobilisant la majorité des dépôts à court terme, le système bancaire détient la part prédominante des actifs du système financier. Les changements de 1991 ont libéralisé l'environnement bancaire. En 1993, le gouvernement a mis en oeuvre des réformes permettant aux institutions financières d'utiliser les forces du marché. Bien que les pratiques d'encadrement du crédit aient été éliminées, leurs effets sur la concurrence bancaire sont encore apparents et les taux d'intérêt restent plafonnés.

Les institutions d'épargne contractuelle, telles que les compagnies d'assurance et les caisses de retraite, ne sont pas aussi vigoureuses au Maroc que dans d'autres systèmes financiers, où ces institutions sont généralement parmi les sources d'investissement les plus puissantes et les plus influentes sur le marché des capitaux.

Les pratiques et contrôles du secteur public continuent à causer de sévères distorsions au marché financier et gênent la croissance du marché des capitaux. Nous détaillons les distorsions les plus importantes et prêtons une attention spéciale à celles dont les effets sont particulièrement néfastes au développement soutenu du marché des capitaux.

Banque Al Maghrib est la source d'information principale de ce chapitre.

## **B. FINANCEMENT, INSTRUMENTS FINANCIERS ET LA BOURSE**

### **1. Financement des Entreprises**

#### **a. Capital**

L'évidence produite par le Fond Monétaire International (FMI) supporte l'impression que la majorité des entreprises privées sur-empruntent. L'emprunt excessif par les grandes entreprises est causé par l'obtention relativement facile de crédit bancaire. Le capital des sociétés privées a traditionnellement été mobilisé par arrangements personnels (amis, famille). Comme beaucoup de sociétés sont étroitement contrôlées par des familles qui ne désirent pas en partager la gestion ou le contrôle et comme les distorsions du système financier ont limité le développement du marché des capitaux, celui-ci n'a pas été jusqu'ici une source importante de financement des nouvelles entreprises.

#### **(1) Capital d'Origine Nationale**

Néanmoins, les entreprises marocaines se procurent de nouveaux capitaux. Selon la Banque Centrale, 2.240 nouvelles entreprises ont levé 838 millions de dirhams de capital en 1991. De plus, 1.115 entreprises existantes se sont procuré 6 milliards de dirhams. Les sociétés cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca comptent pour la moitié de cette somme (3 milliards de Dh.), dont environ 50 % a été obtenue par émission de droits (liquide) et 50 % par distribution d'actions gratuites (incorporation de bénéfices non répartis).

En moyenne en 1991, les sociétés cotées sur la Bourse des Valeurs se sont procuré 44 millions de dirhams chacune, les entreprises privées existantes 2,9 millions de Dh chacune et les nouvelles entreprises 375.000 Dirhams chacune.

#### **(2) Capital d'Origine Etrangère**

Durant les années 1991-1992, le Maroc a connu une augmentation sensible des investissements étrangers directs (FDI), reflétant leur expansion générale et l'établissement d'une politique marocaine plus libérale à l'égard de ceux-ci. Comptant pour environ un tiers des apports, le secteur financier en a été le plus grand bénéficiaire. La source principale de ces investissements est l'Europe, la France en particulier. En 1991, les investissements directs étrangers représentaient un montant de 2,9 milliards de dirhams<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Source : Banque Al Maghrib

## b. Accès au Crédit

En majorité à court terme (56%), les emprunts totaux du secteur privé s'élevaient à environ 98 milliards de dirhams en 1991 -- l'année de la libéralisation du crédit, en croissance d'environ 23 % par rapport à 1990. La Banque Centrale a contribué 11,3 milliards de dirhams (12 %), les banques commerciales 56,5 milliards de dirhams (58 %) et les institutions financières spécialisées 25 milliards de dirhams (26 %). Les entreprises ont participé pour 5 milliards de dirhams sous la forme de billets de trésorerie.

### (1) Emprunts nationaux et emprunts hors banques

Les sources de crédit à l'industrie comprennent les banques, les compagnies d'assurances, les caisses de retraite, les émissions d'obligations et les prêts étrangers. Plusieurs facteurs limitent l'aptitude des banques à prêter à long terme et renforcent leur tendance à prêter à court terme. Limitées par des taux d'intérêt plafonnés, les marges ne permettent pas d'établir une courbe de taux d'intérêt positive ni d'inclure les risques d'entreprise.

Les actifs des compagnies d'assurances, des caisses de sécurité sociale et des caisses d'épargne publiques sont généralement investis dans des obligations du Trésor ou celles garanties par l'Etat. Seul 1 % est alloué directement à l'industrie. La concentration élevée de la dette publique dans l'investissement institutionnel reflète des contraintes légales et pratiques. Légalement, les compagnies d'assurances doivent investir jusqu'à 40 % de leurs réserves techniques en instruments du Trésor; les caisses de retraite des fonctionnaires ne peuvent investir que dans ces instruments. Les caisses de retraite privées sont aussi obligées de maintenir une part de leur fonds en obligations du Trésor. Pratiquement, le manque d'alternative a conduit les investisseurs institutionnels à investir en obligations du Trésor au delà du minimum obligatoire.

Les entreprises privées émettent au travers des banques des effets négociables à court terme (billets de trésorerie) non assujettis à l'autorisation du gouvernement ou aux plafonds fixés par celui-ci. L'émission de ces effets a diminué suite à l'élimination de l'encadrement du crédit: un service fourni par les banques, ces effets font généralement concurrence au crédit bancaire sur le marché des fonds à court terme. L'émission d'obligations à long terme par les entreprises n'existe pas encore sur les marchés financiers marocains. Le développement et le professionnalisme croissant des marchés financiers entraîneront la création d'un vrai marché d'effets négociables.

## (2) Emprunts étrangers

Les entreprises marocaines n'ont pas eu recours aux emprunts à l'étranger jusqu'à l'avènement de la convertibilité courante du dirham en 1993, menant alors la Citibank à prêter quelques 25-30 millions de USD à l'ONA, le grand conglomérat Marocain.

### c. Taux d'Intérêt

#### (1) Historique

Les taux d'intérêt ont été partiellement libérés à la fin de 1990, quand la formule de détermination des plafonds aux taux d'intérêt de dépôt et de crédit a été liée au coût des obligations du Trésor. Après la libéralisation, le plafond des taux d'intérêt est passé de 14,3% à 16,0%. Les taux d'intérêt effectifs des banques commerciales sont eux passés de 12% à 14-15%<sup>2</sup>.

#### (2) Libéralisation et concurrence

L'élimination de l'encadrement du crédit en 1991, conjugué à la libéralisation des taux d'intérêt en 1990, a avivé la concurrence entre les banques, tant pour les dépôts que pour les prêts. Les taux d'emprunt réels à court terme sont proches de leur plafond. Le plafonnement des taux d'intérêt peut s'expliquer durant la période transitionnelle précédant la mise en oeuvre des règles prudentielles bancaires approuvées en 1992. Néanmoins, la question du rôle du gouvernement dans l'établissement des taux se pose aujourd'hui. Dans l'avenir, ce plafonnement limitera le développement concurrentiel des prêts à risque et des activités bancaires en général. Les entreprises privées, particulièrement celles de constitution récente, ressentiront plus fortement l'impact négatif de ces pratiques.

#### (3) Courbe de taux d'intérêt artificielle

La libéralisation partielle des taux d'intérêt a influencé l'interaction entre le Trésor et les banques commerciales, les deux principaux protagonistes du système financier marocain. L'absence d'autres forces financières n'a pas jusqu'ici rendu apparent le besoin de taux de référence. Par conséquent, il n'existe pas de courbe de taux d'intérêt sur laquelle baser le terme ou les marges de risque.

---

<sup>2</sup> Source, FMI, la Banque Mondiale.

Le Trésor a créé une courbe de taux d'intérêt positive pour ses instruments. Elle n'est pas basée sur l'offre et la demande réelles du marché. Les règlements du Trésor ont forcé les banques à accepter ces taux. Une vraie courbe de taux d'intérêt ne peut se développer qu'en soumettant toutes les opérations financières du gouvernement au système de marché. Ceci permettrait au Trésor d'éliminer une distorsion majeure du système actuel: les allocations obligatoires de dépôts bancaires aux emprunts plancher émis à un taux réduit.

Le monopole des banques sur le financement à court terme doit disparaître en même temps que le monopole du Trésor sur les emprunts. Dans l'avenir, les banques seront soumises à un système de contrôle prudentiel permettant la libre concurrence bancaire et le maintien de leur viabilité financière. Ces contrôles sont indirects. Leur efficacité est basée sur l'élimination des contraintes aux dépôts bancaires et aux taux d'intérêt et sur la libéralisation des mécanismes de financement du Trésor. Cette libéralisation permettra à la Banque Centrale d'abandonner ses tentatives de contrôle de la masse monétaire par le biais du secteur bancaire au profit d'une action directe sur les marchés.

## **2. Environnement Légal et Opérationnel**

Les nouvelles lois relatives au marché des capitaux ont été promulguées en octobre 1993. A l'exception majeure d'une loi ou d'un règlement (toujours absents) concernant l'information à fournir par les entreprises au public et à leurs actionnaires, ces lois élargiront le système financier actuel et stimuleront la croissance du marché des capitaux. Elles amélioreront l'environnement financier par la création de nouveaux mécanismes et véhicules et par la redéfinition des mécanismes existants.

Inspiré par le cadre légal et déontologique existant dans certains pays dont le marché des capitaux est récent, les réformes légales proposées par le M.F. facilitent l'apparition et le développement d'un marché actif des capitaux. Ces réformes sont généralement inspirées par le modèle français, qui est à la base du système légal marocain.

Ces lois établissent les bases nécessaires à l'efficacité, la transparence et l'intégrité du marché financier. Les réformes visent l'organisation et les opérations: (a) de la Bourse des Valeurs, (b) des intermédiaires de bourse, (c) du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM), l'organe de supervision et de contrôle du marché des capitaux, des entreprises émettrices et des instruments utilisés, et (d) des fonds d'investissement (OPCVM).



**a. Loi définissant le rôle, les fonctions et le fonctionnement de la Bourse des Valeurs Mobilières**

La Bourse des Valeurs de Casablanca fonctionne selon un décret datant de 1967. La réforme introduit des structures et des mécanismes de fonctionnement qui permettront à la bourse réformée de participer efficacement au financement de l'économie. La nouvelle loi définit le cadre de gestion et les opérations de la Bourse des Valeurs de Casablanca, les fonctions des agents de change (Intermédiaires de Bourse ou IB) et les règles de protection de leurs clients.

La Bourse des Valeurs de Casablanca sera une société privée régie par l'Etat. Ses actionnaires en seront les IB. Cette société recevra une commission (fixée par le M.F.) sur toutes les transactions boursières. Elle supervisera l'exécution de toutes les opérations de Bourse, gèrera la présentation et le règlement des transactions et fera rapport au CDVM sur les activités anormales du marché. Cependant, cette société n'aura aucune indépendance d'action: elle fonctionnera sous la direction, la supervision et le contrôle du CDVM et du M.F.

**b. Définition et contrôle du rôle et des activités des intermédiaires de bourse**

Les intermédiaires de bourse ("IB") seront des sociétés autorisées par le CDVM et le M.F. Bien qu'ils ne puissent pas être banque commerciale ou toute autre institution financière, celles-ci peuvent en être les propriétaires. Leurs activités, limitées à exécuter les transactions boursières, participer au placement de nouvelles émissions, gérer des portefeuilles et conseiller leurs clients, doivent être supportées par des moyens financiers, techniques et de personnel de niveau élevé et soumis à un contrôle rigoureux. Leur capital devra être assuré et à la mesure de leurs activités et leur volume. Ils devront contribuer à une caisse de garantie destinée à indemniser les clients d'IB en difficulté. Les IB devront respecter des normes minimum de capital et des règlements prudencielles concernant leurs liquidité et solvabilité et suivre des règles spécifiques d'enregistrement des transactions. Les activités et la situation financière des IB seront contrôlées par le CDVM qui pourra imposer certaines sanctions disciplinaires ou pénales en cas de non conformité.

L'Association des Intermédiaires de Bourse (AIB) est un nouvel organisme professionnel. L'AIB devra produire ses propres règles de conduite et de contrôle. L'existence d'une telle association devra promouvoir la confiance des investisseurs individuels. Assister cette association à formuler ses règles de conduits et de contrôle pourrait accroître son efficacité (voir recommandation II.A.8 : Règles d'auto-supervision).

La publication de l'actionnariat des intermédiaires de bourse, de leur situation financière et de leurs résultats sera obligatoire et supervisée par le CDVM. Afin de limiter les conflits d'intérêt, les directeurs des intermédiaires de bourse ne pourront pas être membres du conseil d'administration des entreprises dont ils négocient les actions ou qu'ils gèrent en portefeuille.

**c. Loi créant le CDVM, organisme de contrôle des opérations du marché des capitaux**

**(1) Rôle**

Cette loi définit le mécanisme des émissions publiques, l'information comptable et financière requise des émetteurs et établit un organe (le CDVM) responsable de la mise en vigueur et de la supervision des normes ci-dessus et du bon fonctionnement du marché.

Un organe de l'Etat, le CDVM sera financièrement indépendant. Il supervisera les émetteurs, leurs émissions publiques, les instruments financiers utilisés, les opérateurs sur le marché des capitaux, la transparence de leurs opérations et de l'information qu'ils fournissent. Ses statuts seront dictés et ses membres nommés par le M.F. Le CDVM aura cinq fonctions essentielles:

- superviser et contrôler les entreprises recourant à l'épargne publique; s'assurer qu'elles fournissent une information financière et opérationnelle à la fois exacte et complète aux actionnaires et au public en général, et ceci de façon régulière et consistante. Le CDVM définira aussi les délits d'initié et d'information biaisée;
- s'assurer que les émissions publiques soient accompagnées d'un memorandum d'information approprié dont le CDVM peut dicter ou modifier le contenu;
- contrôler la société de gestion de la bourse, les intermédiaires de bourse, le dépôt des titres, les fonds communs de placement et autres émetteurs;
- de façon générale, maintenir l'intégrité du marché en enquêtant sur les plaintes du public et en appliquant des sanctions, sévères en cas de délits d'initié;
- conseiller le M.F. et proposer les règlements applicables à ces activités.

## (2) Opérations

La loi du CDVM est la base de la réforme du marché financier. Elle sera réellement opérationnelle une fois les statuts et règlements du CDVM établis; ceux-ci sont en cours de préparation. Il est urgent et fondamental que le CDVM soit opérationnel. Cet organisme ne pourra remplir ses fonctions de catalyseur et de formateur des marchés et ne pourra exercer son contrôle que si la qualité, l'intégrité et le dynamisme de sa direction et de son staff lui permettent de remplir ses fonctions de manière efficace et indépendante. Sans celles-ci, le développement d'un marché des capitaux actif et vigoureux serait compromis.

## (3) Nouveaux émetteurs et instruments

Le CDVM est responsable de l'introduction de nouveaux instruments financiers. Il devra établir les règles élémentaires de structure et de négociation d'instruments tels qu'obligations, actions préférentielles, certificats d'investissement, obligations convertibles, bons, effets commerciaux et créances nanties. La "titrisation des créances" est le sujet d'un autre programme de USAID. La diversification de la gamme de produits offerts sur les marchés est bénéfique à l'expansion de l'actionnariat.

## (4) Nantissement des actions

Le nantissement d'actions n'est pas utilisé actuellement; sa légalité est incertaine. Nous recommandons fortement de clarifier le cadre légal permettant aux titres (bons et actions) de servir au nantissement d'emprunts ou d'autres transactions financières, et ceci afin d'améliorer la liquidité financière des investisseurs et du marché.

### **d. Loi sur les véhicules d'investissement (OPCVM)**

Le M.F. a établi les bases légales de la création et du fonctionnement transparent de nouveaux véhicules d'investissement.

Deux véhicules d'investissement sont permis : les SICAV (Sociétés d'Investissement à Capital Variable, très répandues dans le système français) et les FCP (Fonds Communs de Placement). Ces véhicules ont prouvé leur capacité de canaliser l'épargne vers le marché des capitaux. Leur succès est dû principalement à leurs simplicité et sécurité de fonctionnement et à la liquidité qu'ils offrent aux investisseurs.

Leur introduction est fondamentale à l'expansion de l'actionnariat. Ces institutions sont influentes sur le marché des capitaux. Leur format, leur encadrement légal et leur mode d'opérations fournissent une protection essentielle aux investisseurs.

(1) Définition des SICAV et des FCP

Ces véhicules sont des intermédiaires financiers; leur rôle est de gérer des portefeuilles diversifiés d'effets à risque et de maintenir la liquidité nécessaire à satisfaire leurs obligations légales. Ils sont particulièrement utiles dans des marchés peu liquides. Leurs commercialisation et vente, y compris la publicité, permettront de stimuler la demande des investisseurs individuels.

Les SICAV émettent et rachètent leurs actions (nominatives ou au porteur) à la valeur courante de marché de leur portefeuille selon la demande des investisseurs. La valeur de l'action de la SICAV est établie fréquemment; elle est fonction de la valeur totale des actifs nets du portefeuille d'investissement. Chaque valorisation du portefeuille doit être certifiée par un expert-comptable indépendant. Les SICAV sont à gestion interne.

Les portefeuilles des FCP sont gérés par des conseillers d'investissement extérieurs. Ils émettent des certificats nominatifs qui représentent une part du portefeuille d'investissement. La valeur du certificat est elle aussi basée sur la valorisation boursière du portefeuille.

(2) Condition de fonctionnement

Les conditions légales imposées aux OPCVM ont pour but la sécurité des investisseurs. Les OPCVM fonctionnent entièrement pour le profit de leurs investisseurs. Le M.F. passe en revue les statuts, le capital (minimum 5 millions de dirhams), la stratégie, les procédures et les opérations proposés par chaque OPCVM avant de l'autoriser. Le CDVM supervise et contrôle la transparence et le fonctionnement des opérations sur le marché et peut suspendre les activités de tout OPCVM quand les pertes de celui-ci dépassent 50 % de leur capital.

Les titres en portefeuille sont mis en dépôt auprès de sociétés agréées par le M.F. qui établit une liste de celles-ci. Les sociétés dépositaires doivent procéder au minimum à l'inventaire trimestriel des valeurs. Tant les sociétés dépositaires que de gestion doivent démontrer que leurs employés, ainsi que leurs moyens techniques et financiers, sont adéquats. Leurs gestionnaires sont responsables solidairement et conjointement envers les investisseurs.

Les principes de base de la création de nouveaux véhicules d'investissement et la transparence de leur fonctionnement sont établis. Certains de ces principes pourraient être libéralisés (exigences statutaires telles que l'établissement des frais et commissions) et d'autres dépassés volontairement (information comptable et financière supplémentaire; plus grande flexibilité opérationnelle).

### (3) Obligations et contrôles

Les OPCVM sont soumis aux mêmes normes d'information comptable et financière imposées à toutes les entreprises recourant à l'épargne publique. Leur mémorandum d'information initial doit inclure un énoncé clair de leur stratégie d'investissement. Les OPCVM doivent suivre les directives légales de diversification afin de limiter les risques encourus sur chaque émetteur, à l'exception de l'Etat.

Les promoteurs d'OPCVM doivent déclarer leur participation et les mécanismes de vente ou d'augmentation de celle-ci. Ils ne peuvent donner au gérant du portefeuille des instructions à leur avantage; ils doivent inclure au moins deux indépendants à leur conseil d'administration et déclarer leurs transactions avec leur OPCVM si celles-ci sont par cessions directes. Le respect des règlements sera assuré par des sanctions sévères.

#### e. Autres Participants

Les autres participants aux marchés financiers sont les banques commerciales, le Trésor, les compagnies d'assurances ainsi que les institutions financières spécialisées. Leur rôle et leur potentiel d'expansion de l'actionnariat sont décrits dans la section C : « Profil des investisseurs éventuels ».

### 3. Bourse des Valeurs de Casablanca

#### a. Une Seule Classe d'Actions de Capital

La loi marocaine ne fait généralement pas la différence entre droit de vote et participation aux bénéfices. Deux exceptions spécifiques figurent ci-dessous. D'autres instruments financiers ne sont pas reconnus, tels que les actions sans droit de vote à dividendes prioritaires, les certificats d'investissement et d'autres instruments.

La loi prévoit des moyens statutaires privilégiant les détenteurs de certaines actions. Au moyen « d'actions privilégiées », il est possible pour un groupe possédant moins de la moitié du capital d'une entreprise de disposer de la majorité aux assemblées générales des actionnaires (actions à droit de vote plural) et/ou une majorité au conseil d'administration (actions prioritaires pour allouer les sièges du conseil).

Ces deux exceptions permettent de contraindre la croissance du nombre d'actionnaires; la première en limitant le genre d'instruments émis et la seconde en assurant que le contrôle des entreprises puisse être maintenu par certains actionnaires.

## **b. Cote en Bourse**

Certaines conditions sont imposées aux émetteurs et aux valeurs émises. Les émissions sont autorisées par le CDVM sur la base de la taille, de la structure, de la capitalisation, de la qualité de l'information et de la réputation des émetteurs. Un audit financier indépendant s'applique à tous les émetteurs. Les normes de contrôle s'appliquant aux émetteurs et à leurs émissions sont les suivantes:

### (1) Conditions imposées aux émetteurs:

- Entreprise constituée sous une forme permettant son financement par le public (S.A ou S.C.A.);
- Capital libéré de 15 millions de dirhams au minimum;
- Existence minimum de 3 ans;
- Comptes audités et certifiés pendant 3 ans;
- Titres enregistrés représentant au minimum 20 % du capital;

### (2) Condition imposées aux émissions:

- L'émetteur satisfait aux critères ci-dessus (1);
- L'émission doit être, au minimum, de 20 millions de dirhams;
- La valeur nominale minimum des actions (50 dirhams) n'est pas mentionnée (la BVC l'établit généralement à 100 dirhams);
- Les instruments émis ou garantis par l'Etat et les municipalités sont cotés automatiquement et sans condition.

Les sociétés étrangères peuvent être cotées avec l'accord du M.F.

Vu la capitalisation des nouvelles entreprises et la taille moyenne des augmentations de capital des entreprises marocaines, les conditions ci-dessus paraissent restrictives.

Le montant légal minimum des émissions est 4 ou 5 fois la valeur du capital moyen des entreprises. Ceci empêche l'accès de beaucoup d'émetteurs éventuels au marché des capitaux. Ajuster ces conditions à la réalité marocaine peut être accompli de plusieurs façons: (a) faciliter les conditions d'accès à la Bourse des Valeurs de Casablanca, (b) créer une bourse séparée ou (c) introduire un « second marché » (semblable au marché hors bourse d'Inde) où les conditions de cotation seraient mieux adaptées aux petites et moyennes entreprises.

Limiter les émetteurs à ceux qui ont trois années de résultats financiers audités empêche les entreprises dynamiques à haut risque d'obtenir du capital par le marché et les investisseurs privés d'investir dans de telles entreprises. L'argument habituel pour justifier ces restrictions est le besoin de protéger les investisseurs contre les escroqueries ou les faux plans d'investissement. Bien que ce but soit louable, il affaiblit les marchés. Le contrôle est mieux fait s'il assure que tous les émetteurs sont soumis à une déclaration rigoureuse et précise de leurs activités et des risques qu'elles comportent, permettant alors à l'investisseur éventuel de juger correctement de sa tolérance à ces risques et des rendements qu'il en attend.

### c. Activité Boursière

Entre 1989 et 92, le volume boursier a varié entre 1% et 3% de la capitalisation du marché. La Bourse des valeurs de Casablanca (BVC) comptait 14 membres, dont 12 banques. Selon les agents de change, l'activité n'y était pas rentable. Bien qu'élevées, les commissions sur transactions ne couvraient pas les frais fixes. Malgré les pertes d'exploitation, les agents de change n'ont pas abandonné leurs activités, leurs pertes étant compensées par leurs sociétés-mères.

Jusqu'ici, l'activité de la Bourse a été limitée. Les actions négociées au marché officiel ont constitué 2% du volume de la BVC en 1990-1991, alors que 20 fois plus d'actions et 15 fois leur montant ont été négociés par cessions directes. Dans le passé, la majorité des activités boursières portait sur les obligations d'Etat et d'entreprises publiques, et non sur les actions de société. La tendance actuelle semble s'inverser: pour la première fois en 1992, les transactions sur actions ont représenté plus de la moitié du volume de la BVC.

L'inactivité boursière dénote plus le manque de produits (nouvelles émissions) que l'absence d'investisseurs. Les offres publiques récentes de la WAFABANK, de la CTM-LN et de CIOR, toutes sur-souscrites, en sont la preuve.

Les conditions engendrant les cessions directes limitent les activités en général. Ces conditions comprennent notamment (1) une réglementation restrictive des cotations, (2) une faiblesse de la législation concernant l'information sur les sociétés et la protection des petits actionnaires, (3) une information financière peu fiable, (4) un mécanisme de compensation et

de règlement compliqué et (5) une commission boursière élevée.

La BVC est portée sur le statu quo, tout comme le Trésor, les banques et la CDG. Améliorer la transparence des opérations de la Bourse et moderniser ses procédures sont nécessaires afin de pouvoir soutenir de grands volumes de transactions. Ces réformes devraient inclure l'obligation d'informer le marché officiel de toute opération de cession directe et de l'y enregistrer immédiatement afin d'assurer la temporanéité de l'offre et de la demande, tant en prix qu'en volume.

Les Annexes au rapport comprennent des tables et graphiques décrivant l'activité boursière au Maroc et la comparant à d'autres marchés émergents.

#### **d. Cessions Directes**

Ce marché hors bourse porte sur de grosses transactions entre porteurs ou agents de change. Les cessions directes ont représenté historiquement plus de 90% de la totalité des transactions d'actions à la BVC. Les valeurs activement négociées hors bourse sont aussi celles négociées activement à la criée.

Les cessions directes sont nées du manque de liquidité du marché et d'autres contraintes décrites plus haut. Les nouvelles réformes maintiennent leur existence. Le M.F. reconnaît que leur manque de transparence est une faiblesse, mais que celle-ci est compensée par leur capacité à générer une certaine liquidité. Il est possible de satisfaire le besoin de transparence en limitant les cessions directes aux seuls donneurs d'ordre, en exigeant que les agents de change transactent au marché officiel et en requérant la communication immédiate du détail des cessions directes à la bourse.

En fin de compte, la désaffection des cessions directes sera engendrée par la capacité de la Bourse d'offrir les services et la liquidité permettant aux institutions de négocier par ses mécanismes. Avec le développement du marché et de l'actionnariat, la Bourse se rendra attrayante à tous les investisseurs.

### **4. Autres Instruments Financiers**

#### **a. Obligations de Sociétés Privées:**

Bien que les émetteurs privés aient eu pour seule obligation de déclarer au M.F. la date et les termes d'émission, aucune émission obligatoire privée n'a été enregistrée jusqu'ici. Le Trésor ne pouvait s'y opposer que pour les raisons suivantes : (i) le taux était inférieur à celui de ses bons à 10 ans, ou (ii) la date de mise au marché entraînait en conflit avec celles du



Trésor. La loi de 1946 réglementant les obligations des sociétés a été abrogée par la nouvelle loi financière.

Le Trésor devrait renoncer à toute restriction imposée aux émissions obligataires des sociétés privées. Le CDVM, auquel sont assujetties toutes les sociétés émettrices, prescrirait les conditions d'émission.

**b. Fonds d'Etat:**

Le gouvernement Marocain emprunte par le biais du Trésor. Ces opérations exercent une influence profonde sur la nature et l'orientation du système financier. Une conclusion principale de ce rapport est que les opérations actuelles tendent à juguler les marchés financiers et freinent la croissance et le développement du marché des capitaux.

(1) Moyens de Financement de l'Etat:

La totalité des emprunts d'Etat en circulation à fin '92 s'élevait à 67 milliards de DH. Ceux-ci avaient été mobilisés par l'émission de 32 instruments différents: 13 à court terme (un an ou moins), 13 à moyen terme (entre deux et cinq ans) et 6 à six ans ou plus. Les banques et les compagnies d'assurances souscrivaient la grande majorité des bons du Trésor selon les modalités fixées par celui-ci. L'Annexe 3 offre une représentation graphique des emprunts du Trésor.

(2) Souscriptions Obligatoires:

Les banques commerciales sont obligées de placer une part de leurs dépôts en "bons plancher", la souscription obligatoire du Trésor. A la fin de l'exercice 1992, le Trésor payait 4,25% sur 17 milliards de DH, lesquels représentaient environ 15% du total des actifs rémunérés des banques. Ce taux était de 10 à 11 % inférieur à ceux consentis par ces dernières aux sociétés. Cette affectation obligatoire représentait environ 26% de la dette publique, et sa rémunération était de 6 à 8 % inférieure aux taux habituellement servis par les emprunts d'Etat<sup>3</sup>.

Les taux payés par le Trésor sur le reste de la dette publique s'élevaient en moyenne à 11,5%, s'échelonnant entre 8,5% et 13% aux échéances respectives d'une semaine à 15 ans<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Source : Banque Al Maghrib

(3) Emprunts nationaux:

En 1992, les E.N. représentaient 31 milliards de DH, ou 46% des bons du Trésor en circulation; leur coupon était de 11 à 13%<sup>3</sup>. Jusqu'en juin 1993, les revenus des Emprunts Nationaux étaient exonérés d'impôt pour les particuliers et un marché d'arbitrage existait à la BVC, où les compagnies d'assurances étaient les principaux acheteurs de ces emprunts.

(4) Bons du Trésor à Moins d'un An:

Environ 11 milliards de DH de bons du Trésor à 3-6 mois étaient en circulation à fin '92. Ils étaient rémunérés à des taux de 9,5 à 10,5% exonérés d'impôt, et vendus quotidiennement par la Trésorerie Générale aux banques et, par elles, aux particuliers, aux sociétés privées et au secteur financier. Les bons à 6-12 mois, offrant alors un rendement d'environ 12%, étaient émis aux enchères (inaugurées en 1989) destinées aux investisseurs institutionnels; toutefois, leurs émissions n'étaient pas toujours intégralement souscrites car les banques pouvaient prêter aux entreprises à des taux plus élevés (mais avec un risque plus important). Le système des enchères ne semble pas avoir produit les résultats escomptés; le gouvernement projette d'améliorer la flexibilité et la transparence de ce système, d'en communiquer les échéances et d'y autoriser l'accès aux particuliers et entreprises privées.

(5) Emissions :

La politique financière du Trésor tend à affaiblir le secteur financier, à augmenter le coût du crédit à l'économie et à décourager la croissance de marché des capitaux. Les problèmes essentiels liés au mode actuel de financement de la dette publique sont les suivants :

(a) Les Souscriptions Obligatoires

Ce sont les dépôts qu'une banque est obligée de mettre à la disposition de l'Etat sous forme de bons plancher. Le Trésor s'est jusqu'ici servi en priorité des liquidités du système bancaire, des compagnies d'assurances et des caisses de retraite pour assurer les besoins de financement du gouvernement.

Le Trésor ne semble toujours pas disposer des éléments suffisants pour l'inciter à supprimer la souscription obligatoire. Sa politique actuelle semble reposer sur l'impression que (a) le montant de l'épargne nationale n'est pas suffisant pour financer à la fois les opérations du Trésor et celles du secteur privé, (b) les taux de marché sont difficiles à maîtriser et (c) de tels taux augmenteraient le coût des emprunts de l'Etat. En conséquence, le Trésor n'a pas acquis l'expérience nécessaire des transactions boursières ou des ventes libres, ni celle de la cohabitation avec les obligations du secteur privé (aucune n'a été émise).

Ces pratiques contraignent le marché et faussent la détermination des taux d'intérêt. De plus, elles limitent l'ajustement des prêts bancaires aux risques du secteur privé et la participation institutionnelle au marché des capitaux.

(b) Contrôle des taux d'intérêt par l'Etat

Les procédures du Trésor, conçues pour assurer la priorité de ses propres emprunts sur d'autres demandeurs de liquidités, verrouillent le marché. Les bons du Trésor, exempts de tout risque, tendent à monopoliser les liquidités du marché des capitaux au détriment d'autres instruments tels que les actions.

Le Trésor a légalement segmenté ses sources de financement par type de bailleurs de fonds (banques, institutions financières non bancaires, particuliers) pour (a) imposer sa position d'emprunteur prioritaire auprès de chaque groupe et (b) assurer l'absence de concurrence de taux entre ces groupes:

- En interdisant les comptes-chèques rémunérés, il a procuré aux banques une source peu coûteuse de financement de leur souscription obligatoire (bons plancher), puisqu'elle assure à celles-ci une marge brute de 4,25% sur les actifs affectés. Cependant, le Trésor a autorisé la Trésorerie générale à proposer aux particuliers des comptes-chèques rémunérés, faisant ainsi concurrence directe aux comptes bancaires, qui eux ne peuvent l'être.
- Le Trésor a plafonné les intérêts sur carnets d'épargne. Ce plafond est établi selon une formule de calcul basée sur le coût d'emprunt du Trésor qui lui permet d'offrir des taux plus avantageux à échéances égales.

Le Trésor devrait éliminer ses pratiques non concurrentielles et effectuer tout le financement de la dette de l'Etat par le biais d'enchères et du marché. Dans le cadre d'enchères bien menées, le Trésor constaterait certainement qu'il n'est pas privé de ses sources traditionnelles de financement. Les banques, les autres institutions financières (compagnies d'assurances, caisses de retraite, fonds communs de placement) et les particuliers resteraient acheteurs de ses effets.

c. OPCVM

Les nouvelles lois ont permis la création d'Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM). Certaines constatations concernant la mise en oeuvre de ces nouvelles institutions financières sont décrites ci-après.

Maroc-Privatisations est un fonds commun de placement de droit français au capital initial de 20 millions de FF (30 millions de DH), dont l'investissement sera à 50% en produits français à revenus fixes (pour en garantir la liquidité et le rendement minimum) et à 50% en actions de sociétés privatisées marocaines. Les RME de France constituent sa cible d'investisseurs. Ce fonds créé par la SGMB sera géré initialement par la Société Marseillaise de Crédit qui contrôle 3 fonds similaires en France, en Espagne et en Italie. Le fonds établira hebdomadairement la valeur de liquidation de son portefeuille.

Pour la SGMB, ce fond commun représente un premier exercice de gestion financière. La gestion du fonds ne sera pas été transférée au Maroc pendant sa première année d'existence. Bien que ce fonds ait été le premier à être annoncé en juin '93, la SGBM ne s'attendait pas à la mise en place du CDVM et des mécanismes régulateurs avant la fin de l'année, donnant aux concurrents plus lents le temps de se préparer. La SGBM prévoit que les OPCVM décupleront leur volume d'investissement au cours de leur première année d'existence.

Si les institutions financières que nous avons rencontrées réalisent leurs intentions, 10 OPVCM seront constitués aussitôt que le CDVM sera opérationnel. Si la taille de Maroc-Privatisations est représentative, près de 300 millions de DH devraient être alors disponibles pour les opérations de privatisation. D'après les prévisions de la SGBM, ces fonds devraient mobiliser 3 milliards de DH à fin '94. Cette fraction des dépôts bancaires (3%) n'entamera pas les ressources des banques; elle double pourtant l'investissement boursier en 1991. Le développement des nouveaux marchés financiers n'entraînerait donc pas de perturbation importante du système financier.

#### d. Billets de Trésorerie

Entre 1986 et 1990, les billets de trésorerie permettaient aux banques de créer du crédit non plafonné. Ils font partie intégrante des marchés financiers à court terme<sup>4</sup>. La libéralisation du crédit bancaire a réduit leurs en-cours de 7 milliards de DH à fin '90 à 5,3 milliards de DH à fin '91. Emis à échéances de 1 à 6 mois, les billets de trésorerie devaient être endossés par une banque. Bien que légalement négociables, les banques ne pouvaient les détenir en portefeuille, ce qui en limitait le placement. D'autre part, une circulaire de la Banque Centrale interdisait aux entreprises du secteur public d'investir en billets de trésorerie, orientant celles-ci vers les produits du Trésor.

<sup>4</sup> Source: Banque Al Maghrib, Ministère des Finances

## 5. Cote et Négoce Boursiers; Conclusions Générales

La préemption dont bénéficie la dette publique contraint actuellement le développement du marché des capitaux. D'autres contraintes propres au marché des valeurs mobilières existent:

### a. L'Offre d'Investissement sur les Marchés Financiers est Insuffisante

L'absence d'appel à l'épargne publique entraîne le manque de dynamisme des marchés financiers marocains. La privatisation est appelée à combler cette lacune.

De nombreuses raisons expliquent cet état: le crédit bancaire sert de quasi-capital, ce qui n'incite guère les sociétés à offrir leurs titres au public. Le manque d'investisseurs individuels et institutionnels, la réglementation inadéquate des marchés et l'absence de normes de transparence et de communication de l'information accessible à tous les investisseurs ne stimulent pas la croissance du marché des capitaux.

### b. Le Crédit Bancaire Assure l'Essentiel du Financement des Entreprises

Les entreprises tendent à emprunter auprès des banques au delà de ratios d'endettement raisonnables et prudents; elles sont donc peu incitées à se financer par l'émission de dette ou d'actions. Comme souvent, la fiscalité favorise l'emprunt. Tant que le crédit sera aisément disponible auprès du système bancaire, le secteur privé n'empruntera pas sur les marchés financiers.

L'endettement trop lourd dégrade inévitablement les résultats des entreprises et mine la santé financière des banques. Au fur et à mesure que les normes prudentielles s'imposeront, les banques seront obligées de provisionner les pertes potentielles sur les prêts accordés sans règles de crédit strictes. Les entreprises seront alors forcées vers les marchés et d'autres modes de financement tels que la levée de capital et l'endettement à long terme.

La suppression de l'encadrement du crédit et des contrôles sur les taux d'intérêt permettra aux banques de se faire concurrence. Les normes prudentielles empêcheront les banques de prêter sur base de ratios d'endettement excessifs. Le besoin d'un marché de capital-risque deviendra alors évident pour tous les intervenants.

**c. Les Entreprises Limitent leurs Mises au Marché**

La nouvelle loi financière oblige les entreprises inscrites à la cote à y enregistrer au moins 20% de leurs titres. Selon la Banque Mondiale, 6% seulement des actions émises seraient actuellement enregistrées. Moins de titres inscrits signifie un moindre volume de transactions.

Les augmentations de capital par incorporation de réserves et l'attribution d'actions gratuites aux actionnaires existants concentrent le capital. Ceci n'est acceptable que par les investisseurs disposés à recevoir des dividendes sous cette forme. Les investisseurs individuels, dont l'influence est appelée à se renforcer sur les marchés, sont moins disposés à accepter les dividendes non monétaires. Les attributions de droits, elles aussi souscrites par l'actionnariat existant, ne sont généralement pas revendues à de nouveaux investisseurs et ne favorisent donc pas l'expansion de l'actionnariat.

La BVC devrait faire respecter ses conditions d'introduction et de maintien à cote et mener ainsi les sociétés cotées à assumer la responsabilité de l'activité de leurs titres. Les entreprises cotées qui n'enregistrent pas 20% de leurs actions à la BVC devraient être sommées par le CDVM d'atteindre ce minimum dans des délais raisonnables (1 an) pour se maintenir en Bourse.

Ces mesures, et celles soumettant les banques à des normes prudentielles, forcent les conseils d'administration à recourir aux marchés financiers.

**d. La Capitalisation Boursière n'est pas Représentative**

Quand elle est valorisée à partir de quelques transactions sans liquidité, la capitalisation du marché est artificielle. Sa portée est limitée car elle est calculée sur les titres cotés, qui ne représentaient que 6% du total des titres émis en 1992 (source : Banque Mondiale). Pendant le mois d'avril 1993, les transactions portant sur 7 actions ont représenté 94% du volume total des échanges de la BVC. La capitalisation de ces titres représentait 56% de celle du marché. En volumes annualisés, les transactions officielles sur ces titres représentaient en avril '93 moins de 4% de la capitalisation du marché. En 1992, le volume d'échange de ces titres représentait 0,7% à 7,3% de leur capitalisation de marché (sauf dans le cas de la WAFABANK dont l'émission a eu lieu en décembre 1992).

**e. L'Information du Public est Incomplète et les Etats Financiers des Sociétés sont Inadéquats**

L'information du public à la BVC est inadéquate et sa publicité est insuffisante; elle ne donne pas une image claire de l'activité boursière au travers des comptes-rendus de la BVC.

Les statistiques annuelles et mensuelles de la BVC ne sont pas normalisées, ce qui complique les comparaisons et les recoupements. Les informations choisies et leur commentaire couvrent généralement les seules activités favorables à la BVC. La BVC ne publie pas ses volumes de transactions dans les quotidiens. Les cessions directes ne figurent pas régulièrement dans ses publications et ne sont pas mentionnées dans les publications commerciales. Même si les faibles volumes actuels et le petit nombre d'investisseurs ne justifient pas un effort d'information supplémentaire, la publication régulière et complète de toutes les transactions serait à l'avenir indispensable.

La BVC comptabilise chaque échange de titre à la fois comme un achat et une vente, doublant ainsi le volume de ses activités. Cette méthode de calcul des commissions de la BVC (prélevées sur les achats et les ventes) ne représente pas le volume réel des transactions et tend à induire le public en erreur. Tous les chiffres ci-inclus sont basés sur la méthode de la BVC, ce qui double les résultats réels.

#### **f. Méthodes Dépassées**

Aucun "dérapage" majeur n'a été jusqu'ici vécu à la BVC. Toutefois, dans le contexte futur de nouveaux marchés financiers et de plus grands volumes de transactions générés par un plus grand nombre d'investisseurs, les méthodes surannées de la BVC deviendront contraignantes.

La BVC a prévu cette éventualité. Sa direction envisage de donner à la Bourse une infrastructure plus adéquate dans les deux ans à venir: déménagement vers des locaux mieux appropriés, modernisation du matériel informatique et changement de logiciels accompagneront un nouvel indice boursier. La BVC est en pourparlers avec les Bourses de Lyon et de Montréal et des fabricants d'équipement (y compris un Américain) en vue d'acquérir leurs systèmes.

#### **g. Manque d'Emetteurs Bien Informés**

Après les privatisations, la plupart des organismes émetteurs seront des entreprises privées. Elles ne sont pas préparées à ce rôle. Ces sociétés, dont un grand nombre sont familiales, n'ont généralement besoin ni de transparence ni de connaissance des marchés financiers pour leurs opérations. En général, leur actif social comprend un patrimoine immobilier familial important qu'elles pourraient gager ou vendre en cas de difficulté.

En 1991, la capitalisation moyenne de départ d'une entreprise familiale était de 375.000 DH; l'augmentation moyenne de capital était de 2,9 millions de DH pour les entreprises privées et de 44 millions de DH pour les sociétés cotées à la BVC. Comme seul un petit nombre d'entreprises cotées en Bourse ont effectivement mobilisé des capitaux cette année-là, ce montant est en réalité plus élevé.

Ceci confirme que les besoins financiers des sociétés varient énormément en fonction du mode de participation au capital<sup>5</sup>: faciliter l'accès au marché des capitaux favoriserait la croissance des sociétés privées et magnifierait leur rôle économique.

---

<sup>5</sup> Source: Banque Al Maghrib



## C. PROFIL DE L'ACTIONNARIAT POTENTIEL

### 1. Vue d'Ensemble

Nous avons proposé une définition de l'élargissement de l'actionnariat individuel au Chapitre I de ce rapport. Cette section s'efforce de définir la population d'investisseurs à cibler. Les tendances et statistiques y relatives figurent aux Annexes 1, 2 et 7.

En 1991, les 10% de ménages marocains les plus privilégiés ont créé plus de 31% des revenus du pays. Toutefois, le manque d'information sur les flux financiers (revenus, résultats nets et transactions financières) empêche de déterminer le niveau de l'épargne et son degré de consolidation. Nous avons été forcés de définir une cible d'actionnaires potentiels en utilisant l'enquête de consommation menée en 1991 par la Direction de la Statistique du Ministère des Affaires Economiques et Sociales.

#### a. Niveaux d'épargne

Le volume d'épargne privée semble suffisant pour accomoder tant les nouveaux investissements financiers que le financement des besoins de l'Etat. S'il n'existe aucune analyse formelle de l'épargne au Maroc, les faits portent néanmoins à croire qu'un volume d'épargne important existe:

- les caisses de retraite et les assurances-vie sont en croissance continue: Al Amane, importante compagnie d'assurances, a lancé et vendu en juin 1993 6.400 polices d'un nouveau produit de prévoyance en l'espace de deux semaines;
- la construction immobilière se développe sans recourir massivement au crédit foncier;
- les émissions de la WAFABANK, de la CTM-LN et de CIOR ont directement mobilisé un investissement de plus de 1,3 milliards de DH;
- basé sur les émissions récentes, les liquidités mobilisables par l'actionnariat individuel semblent se situer entre 10 et 80 milliards de DH;
- ces dernières années, la croissance annuelle des dépôts bancaires est de l'ordre de 10 milliards de DH;

- Banque Al Maghrib estime que 40 à 50% des billets de banque en circulation sont thésaurisés (14 milliards de DH);
- le Centre Marocain de Conjoncture a estimé que 40 à 70% de l'économie est informelle; en termes macro-économiques, cela pourrait se traduire par une épargne latente de 34 à 50 milliards de DH (avant impôt);
- l'obligation du Sahara de 1975 avait mobilisé 100 milliards de DH, soit environ 10 fois les ressources financières de l'époque; cette émission a pesé sur l'épargne; la Banque Centrale a mis 8 ans à absorber la masse monétaire créée par la revente de ces titres; ajustée aux conditions actuelles, cette base indiquerait une masse d'épargne d'au moins 100 milliards de DH aujourd'hui.

Les indications ci-dessus corroborent l'opinion de la Banque Mondiale qu'une épargne importante est actuellement disponible sous différentes formes.

#### **b. Contributions des Particuliers à l'Épargne**

En 1991, les individus auraient épargné quelques 4-5 milliards de DH en billets de banque (calculés à partir de la rotation des liquidités), 5-6 milliards de DH en dépôts à vue, 7 milliards de DH en dépôts à terme, 1,5 milliards de DH en produits du Trésor et 2-3 milliards de DH en actions de sociétés. Sans compter les placements immobiliers, l'épargne privée en 1991 était donc estimée entre 20 et 22 milliards de DH.; elle représentait la moitié de l'épargne de l'économie officielle (43,8 milliards de DH). Son montant était de l'ordre de celui du programme de privatisation.

Environ 50% de l'épargne nouvellement créée est conservée en espèces. Environ 70% des 130 milliards de DH d'épargne liquide détenus par des particuliers sont en billets de banque et dépôts à vue. Même si une population disposant de moyens relativement limités tend à épargner pour ses besoins à court terme, une telle liquidité est symptomatique du manque d'alternatives de placement. Les bons du Trésor constituent la seule possibilité réelle d'investir en titres. Soutenus par un intérêt exonérés d'impôt, les placements individuels au Trésor ont enregistré une croissance de 2,2 milliards de DH pendant la période 1991-1992, presque entièrement assurée par les Bons sur Formule (6 et 12 mois).

Enfin, les montants engagés par les souscripteurs aux OPV récentes permettent d'estimer les disponibilités individuelles. Dans chaque cas, la demande d'investissement insatisfaite s'est chiffrée à quelques 600-1.000 millions de Dh. Ces chiffres demandent toutefois un ajustement: sachant qu'ils n'en recevront qu'une fraction, les investisseurs tendent à gonfler leur demande. Cette demande induite artificielle est créée par le système d'offre utilisé par le

M.P. Ce problème pourrait être éliminé en clôturant la période de souscription aussitôt que la demande enregistrée atteint l'offre de titres (voir Recommandation A.2).

Les Annexes offrent diverses statistiques qui étendent cette analyse et supportent ses conclusions.

## **2. Moyens d'Épargne**

### **a. Comptes d'Épargne sur Livret de la Caisse d'Épargne Nationale (CEN)**

La CEN, une agence semi-autonome de l'Office National des Postes et Télécommunications, est soumise au contrôle du M.F. Elle collecte les dépôts à travers le réseau des bureaux de poste qui couvre environ 85% des communes du Maroc. Elle canalise certains transferts de fonds des RME. La CEN proposait en '93 un compte d'épargne sur carnet rapportant 9% par an qui était exonéré d'impôt, contrairement aux carnets de dépôts des banques commerciales. En 1991, environ 620.000 personnes avaient un tel livret; leur solde créditeur moyen était de 3.400 DH<sup>6</sup>.

### **b. Comptes de Dépôts auprès des Banques**

Les banques commerciales offrent des carnets d'épargne rémunérés au plafond légal (8,5% en 1993). Le taux des dépôts à terme est lui négociable. Tous les comptes bancaires rémunérés sont soumis à la fiscalité des personnes physiques ou des sociétés. Ces dépôts constituent l'essentiel de l'épargne et des liquidités financières.

On dénombrait en 1991 environ 1,7 millions de compte-chèques et de comptes de dépôt détenus par des individus. Ils étaient valorisés globalement à quelques 90 milliards de DH. Le dépôt moyen était de 21,000 DH. Les liquidités des particuliers représentaient alors près de 5 fois le montant du programme de privatisations.

### **c. Comptes de Dépôts auprès d'autres Institutions Spécialisées**

Empiétant sur le monopole des banques, le Trésor propose des compte-chèques rémunérés. Certaines institutions financières spécialisées et privatisables comme la BNDE et le CIH tentent de développer leur base de déposants; leurs dépôts s'élevaient à environ 5 milliards de DH en 1991.

---

<sup>6</sup> Source; Banque Al Maghrib

### 3. Individus

Le potentiel d'épargne des particuliers est concentré parmi les ménages urbains à revenus élevés, comme nous avons pu l'observer à partir de l'Etude sur la Consommation des Ménages, de l'analyse réalisée par LMS suite à l'émission CTM et de données bancaires relatives aux dépôts moyens des particuliers. Ces analyses figurent dans les Annexes.

Les résultats de l'analyse des études de consommation ne sont pas suffisamment précis pour confirmer que les ménages de haut niveau (premier quintile) disposent tous des ressources nécessaires à l'investissement. Seule l'analyse détaillée de chaque OPV permettra de déterminer le profil des investisseurs et de le quantifier.

Le Maroc comptait en 1991 quelques 457.000 ménages urbains de haut niveau (premier quintile ou 20%). Leur chef de famille typique était âgé de 46 ans et dépensait 107.500 DH (dont 10.000 DH non affectés à la consommation). En termes marocains, les dépenses de ces ménages urbains représentent 2,8 fois la moyenne nationale et 1,9 fois celles de leur homologue rural. Au total, 9% des ménages urbains réalisaient 28% des dépenses de la nation. Ces 457.000 ménages urbains sont la première cible recommandée (voir section III.B).

Parmi les 457.000 ménages urbains de haut niveau, environ 360.000 ménages de l'axe Casablanca-Rabat-Tanger constituaient la population marocaine la plus susceptible d'accéder à l'actionnariat. Le pouvoir d'achat de ces 10 à 15% de la population totale leur permettrait d'épargner. L'analyse régionale de 2 émissions récentes montre que 67% du total de la demande de titres provenaient des régions urbanisées et industrielles du Centre (Casablanca) et du Nord-Ouest (Rabat-Kenitra-Tanger), lesquelles constituent l'ossature économique du pays.

Les résultats de l'analyse par LMS de la campagne publicitaire pour la privatisation et l'actionnariat confirment la conclusion précédente. L'analyse de LMS montre que 48% des catégories socio-professionnelles urbaines supérieures (Groupe A/B) ont exprimé l'intention d'acheter des actions lors de la privatisation, une proportion bien plus élevée que celles des autres catégories. Selon LMS, les groupes A/B représentent environ 10% de la population individuelle. La définition des catégories socio-professionnelles fournie par LMS figure à l'Annexe 1.

L'épargne mobilisée par les investisseurs lors des émissions récentes est un multiple du dépôt bancaire moyen par client. Ceci mène à penser que les investisseurs potentiels, soit 160.000 à 400.000 ménages, détiennent les dépôts bancaires les plus importants.

#### 4. Résidents Marocains à l'Étranger (RME)

A la recherche d'un emploi, les habitants de l'est et du sud du Maroc ont commencé à émigrer en Europe dans les années 60. Ils y ont trouvé du travail, fondé leur famille et monté leur commerce. Environ 1,7 millions de Marocains habitent maintenant à l'étranger, dont 1,3 millions dans la Communauté Européenne (40% en France, 11% en Hollande, 10% en Belgique et 9% tant en Espagne qu'en Italie). Au fur et à mesure que leur niveau de vie augmentait, ils ont épargné.

Les émigrants de la première génération restent tournés vers la terre natale où ils ont une famille qu'il leur faut aider financièrement, le désir de bâtir une maison et le rêve de créer un commerce.

L'afflux de devises généré par les RME a connu une croissance supérieure à celle des exportations ou du tourisme, au point d'en devenir la première source. En 1991, les RME ont placé 2,6 milliards de DH en dépôts à vue auprès des banques marocaines. En 1992, ils ont rapatrié environ 18 milliards de DH - soit une moyenne estimée à 45.000 DH par ménage.

Les RME détiendraient à peu près 30% de la liquidité du système bancaire marocain. Ils disposent d'environ 450.000 comptes bancaires au Maroc, dont 80% à la BCP, la plus grande banque du pays. Une estimation prudente chiffrerait à 30 milliards de DH leurs avoirs en dépôts divers auprès des banques en 1992.

L'Etat a pris conscience très tôt de l'importance économique et sociale des RME et a maintenu ses liens avec eux à travers un Ministère consacré à leurs besoins. Le Maroc est très bien placé pour ouvrir son programme de privatisations aux RME et pour les solliciter à devenir actionnaires. Il lui faut pourtant agir rapidement car 60% des RME ont moins de 25 ans; élevés à l'étranger, ils n'ont sans doute pas hérité de leurs parents le réflexe du rapatriement.

Les banques devraient se soucier des liquidités des RME, particulièrement la BCP qui en est la première collectrice. L'influx d'une partie de ces liquidités dans les marchés financiers en stimulerait le développement. Toutefois, une réduction des dépôts bancaires amputerait les souscriptions obligatoires. Le Trésor n'aurait alors d'autre solution que de se tourner vers les marchés financiers, tandis que les banques devraient réduire leurs prêts aux entreprises. Les banques seraient elles aussi forcées de se tourner vers les marchés financiers pour refinancer leur portefeuille de crédits, d'annuler de nombreuses lignes de crédit pour diminuer leur risque, et d'inciter leurs clients à réduire leur recours au crédit bancaire par l'émission de titres et billet de trésorerie. Les grandes entreprises seraient ainsi poussées vers le marché

des capitaux où leur structure sur-endettée les obligerait à se procurer en priorité des fonds propres, ce qui favoriserait l'expansion de l'actionnariat

Les RME constituent un deuxième cible d'investisseurs (voir la recommandation III.B.): si elles étaient investies dans les privatisations, 30% de leur liquidités représenteraient 50% de ce programme. La réaction en chaîne qui se produirait si les RME réorientaient leur épargne bancaire vers les investissements en titres faciliterait le développement des marchés financiers.

## 5. Investisseurs Institutionnels

### a. Compagnies d'Assurances

#### (1) Vue d'Ensemble

Le secteur de l'assurance regroupe 19 compagnies d'assurances classiques et 3 mutuelles. Quatre d'entre elles représentaient 38% de toutes les polices placées en 1990. Les primes d'assurance-automobile constituaient 38% du total de leurs recettes, l'assurance sur la vie et les contrats de prévoyance 19%, les polices d'assurances professionnelles 12% et la couverture individuelle pour les accidents 11%. D'autres recettes provenaient de diverses autres sources telles que les assurances maritimes, contre le vol, la grêle, etc. Les contrats d'épargne directe (assurance-décès et capitalisation) représentaient à peine 31 DH par Marocain en 1990.<sup>7</sup>

Les compagnies d'assurances, qui sont contrôlées par le M.F., sont les premiers souscripteurs des fonds d'Etat; elles détiennent peu d'actions de sociétés. Elles placent une grande partie de leurs liquidités en bons du Trésor à long terme ou en obligations garanties par l'Etat, à des taux fixés par le M.F. Elles sont attirées par les produits à haut rendement tels que les Emprunts Nationaux (EN), qu'elles achètent en Bourse. Leurs portefeuilles d'actions de sociétés privées sont limités. Elles ne sont pas des opérateurs boursiers actifs. De plus, la capacité des assureurs de réinvestir leurs bénéfices est restreinte puisque les primes d'assurances ne couvrent pas les remboursements de sinistres.

#### (2) Gestion de Portefeuille

En 1990, 6,8 milliards de DH du portefeuille total du secteur de l'assurance étaient placés en titres et 4,5 milliards de DH en valeurs à court terme. Les placements immobiliers représentaient 1,3 milliards de DH et les prêts aux sociétés moins de 300 millions de DH.

---

<sup>7</sup> Source: M.F.

Les titres de l'Etat absorbaient 7 milliards de DH (54%) et les valeurs cotées en Bourse 1 milliard de DH seulement (8%) - un chiffre inférieur à celui des placements immobiliers. Pourtant, les valeurs en portefeuille du secteur de l'assurance représentaient environ 15% de la capitalisation boursière, plaçant les compagnies d'assurances parmi les actionnaires les plus importants.

Les réserves pour sinistres absorbaient 10 milliards de DH, soit l'essentiel (63%) de leurs réserves techniques (16 milliards de DH). Les réserves mathématiques s'élevaient à 5 milliards de DH, dont 86% pour l'assurance-décès et la capitalisation, desquels 95% correspondaient à des régimes de retraite privés. Du fait que les primes sont bloquées par l'Etat, le secteur de l'assurance a subi ces dernières années un déficit des primes encaissées par rapport aux sinistres remboursés. Ce déficit absorbe la marge sur primes et entame les revenus du portefeuille. Un ajustement des primes permettrait au secteur de l'assurance de dégager des bénéfices qui pourraient être réinvestis.

Les compagnies d'assurances privées gèrent une proportion importante des portefeuilles des sociétés nationalisées. L'intérêt qu'elles portent à la création d'OPCVM pour accéder à l'épargne ne sera valorisé que si leurs véhicules d'investissement ne sont eux-mêmes traités légalement comme des compagnies d'assurances. Si leur rôle est la gestion prudente de l'épargne forcée, les meilleures compagnies se développeront par le lancement de produits nouveaux destinés principalement aux entreprises du secteur privé.

Avec 620 millions de DH de primes encaissées en 1992 et des réserves techniques excédant 2,7 milliards de DH, la compagnie Al Amane rivalise pour la première place dans ce secteur. Le géant français UAP détient la majorité du capital de la compagnie. Signe des temps à venir dans ce secteur - la concentration, Al Amane a absorbé une autre grande compagnie (L'Entente) en 1986. Son portefeuille est réparti entre obligations d'Etat (50%), actions (30%) et immobilier (12%); le reste est en numéraire, autres dépôts à court terme et en cautions et garanties (8%).

### (3) Distribution des Produits d'Assurance

Les compagnies d'assurances les plus dynamiques ont diversifié la distribution de leurs produits: l'utilisation des réseaux bancaires leur permettent d'obtenir une meilleure couverture territoriale que celle offerte par les agents et courtiers d'assurance. Mise à part la distribution, certaines contraintes économiques orientent les compagnies d'assurances vers les banques: comme la plupart des polices sinistres (assurances-automobile, vol, maritimes et accidents du travail) encourent actuellement un déficit, les moindres coûts de distribution proposés par les banques sont avantageux.

#### (4) Impact sur l'Actionnariat

A l'instar des autres intermédiaires financiers, les compagnies d'assurances contribuent indirectement à l'expansion de l'actionnariat individuel. Bien que la taille de leur portefeuille soit importante, les contrats de prévoyance (retraite, vie) ne représentaient que 5 milliards de DH en 1990. En ce qui concerne l'assurance-décès et la retraite, les compagnies d'assurance ont été jusqu'à présent plus performantes sur le marché des entreprises qu'auprès des souscripteurs privés. A mesure qu'elles offrent un régime de retraite privé et une plus grande sécurité à leurs employés, plus d'entreprises constitueront des fonds d'épargne paritaires (patronat-salariés) qui seront investis en valeurs offrant un rendement leur permettant de financer leurs prestations futures.

#### b. Banques Commerciales

##### (1) Vue d'ensemble

En 1992, le système bancaire marocain était composé de 14 banques commerciales gérant 106 milliards de DH de dépôts et 62 milliards de DH de crédits privés et souscrivant à 40 milliards de DH de financement du Trésor. Avec plus de 1.000 succursales, le réseau bancaire répond bien à la distribution de la population urbaine, même s'il est moins dense que le réseau tunisien. Les dépôts se sont accrus de 31% entre 1990 et 1992, une conséquence de la concurrence suscitée par la libéralisation.<sup>8</sup>

Les banques constituent l'ossature des marchés financiers et du marché des capitaux marocains. Outre leurs activités classiques de banques de dépôts et de prêts, elles jouent un rôle actif d'agent de change, prennent des participations industrielles, distribuent les produits d'assurance et constituent la plus importante filière de transfert de capitaux des RME; la convertibilité courante et les possibilités d'emprunt à l'étranger ont été introduites en 1993. Quatre banques d'Etat doivent être privatisées en 1994-95.

Une nouvelle loi bancaire a été promulguée en décembre 1992. Elle précise la définition des activités et obligations des banques et autres institutions de crédit, leur contrôle par les autorités, la protection des dépôts, des déposants et des emprunteurs, et la transparence de leurs comptes (audits indépendants). La nouvelle loi a également introduit des mesures prudentielles -- ratio Cooke, ratio client-risque (7% du capital et des réserves), et des directives strictes pour en provisionner les pertes. Les banques devront s'élever à cette nouvelle réglementation dès la fin de 1995. Certaines banques ont déjà augmenté leur capital

<sup>8</sup> Source: Direction de la Statistique; La Vie économique



en faisant appel au marché (WAFABANK, BCM) tandis que d'autres s'y préparent (CDM, BMCI).

Les Annexes 4 et 7 étayent l'analyse ci-dessous.

## (2) Dépôts

Environ 80% des dépôts bancaires sont détenus par des particuliers sous forme de compte-chèques (liquidités), comptes d'épargne sur livret (semi-liquidités) et dépôts à terme (épargne). A peu près 80% des fonds engagés au comptant pour souscrire aux récentes offres publiques proviennent de dépôts bancaires, soit directement, soit en garantie d'emprunts effectués pour acheter des actions. Les dépôts bancaires constituent la source de liquidité principale des nouveaux investissements.

Les fonds d'investissement et leur liquidité naturelle pourraient s'avérer plus attrayants que les dépôts bancaires pour les particuliers, à moins que les taux servis par les banques augmentent au point de dissuader les individus de transférer leurs liquidités vers les fonds d'investissement. Dans la conjoncture actuelle, le meilleur moyen de faire baisser les taux d'intérêts et de faciliter ce transfert est de réduire le taux d'intérêt plafond sur les comptes rémunérés à celui de l'inflation (5% environ).

## (3) Crédits

Les banques accordent des prêts à court terme assortis de garanties, essentiellement aux meilleures entreprises et celles qui présentent la plus grande surface financière. L'absence d'un véritable marché interbancaire rétrécit la gestion de leurs liquidités et incite les banques à conserver des disponibilités à court terme. Les faiblesses et les retards des systèmes de comptabilité interne et d'information comptable et financière des sociétés et les incertitudes inhérentes aux procédures de liquidation judiciaire (faillite en particulier) augmentent les risques associés aux entreprises; les prêts à court terme permettent de réduire la durée de ces risques.

Bien que le M.F. ait autorisé les banques à allonger la durée des prêts aux entreprises (afin de compenser l'autorisation donnée aux sociétés nationalisées de recueillir des dépôts), les banques sont restées prudentes: l'absence de transparence et une courbe de rendement plafonnée ne permettent ni d'apprécier correctement les risques, ni de fixer le loyer de l'argent en conséquence. La plupart des prêts sont donc accordés sur la notoriété. Les banques n'ont pas développé de grande expertise ni des techniques d'information financière, ni du diagnostic financier, ni du crédit. Ces outils seront nécessaires dans le futur.

Les taux prêteurs devraient être dé plafonnés, pour permettre aux banques de se positionner sur le marché des prêts à risque. Le dé plafonnement ouvrirait tout le système à la concurrence et élargirait l'éventail des taux d'intérêts et des services bancaires.

Jusqu'à présent, les banques n'ont pas cherché à mieux cerner les besoins de leur clientèle, ce qui leur faciliterait (a) la commercialisation de produits, notamment le placement des titres de privatisation, et (b) leur recentrage sur des services adaptés aux nouveaux marchés financiers.

La privatisation peut se réaliser par l'intermédiaire des OPCVM et des marchés financiers plutôt que par celui des banques. Toutefois, les banques pourraient financer l'investisseur privé et développer le prêt sur titres. Ce crédit implique une décision sur le client et ses garanties; il est à court terme pour les investisseurs qui recherchent la plus-value immédiate.

#### (4) Classement des Banques<sup>9</sup>

BCP, BMCE et BCM forment la première strate de banques (Groupe 1). Elles collectaient 64% de tous les dépôts, accordaient 53% des crédits bancaires et contrôlaient environ 50% du réseau bancaire en '92. Leur croissance est plus rapide que celle des autres groupes; elles ont gagné en part de marché des dépôts et des crédits sur le troisième groupe de banques, qui est le plus petit.

La taille du Groupe 2 (WAFABANK, BMCI, CDM, SGBM) est à peu près la moitié de celle du Groupe 1: collectivement, ces banques représentaient 31% des succursales, 27% des dépôts et 36% des crédits en 1992. Leur croissance est comparable à celle du Groupe 1, particulièrement dans les cas de la WAFABANK et de la SGBM.

Les Groupes 1 et 2 sont les plus susceptibles de jouer un rôle déterminant dans le cadre de l'appel à l'épargne prévu par le programme de privatisation. Ils sont aussi les plus susceptibles au transfert de dépôts vers les investissements via le marché.

Le Groupe 3 se compose de 7 banques, dont 4 sous contrôle étranger. Leur part des succursales (22%) n'est en proportion ni avec le volume de leurs dépôts (9%), ni avec celui de leurs prêts (11%), ce qui porte à penser qu'elles fonctionnent en-dessous de la masse critique. Elles peuvent prétendre à occuper des créneaux, tels que les emprunts à l'étranger (comme la Citibank pour l'ONA), les opérations en devises, les exportations, le commerce bilatéral; il est improbable qu'elles atteignent l'envergure nationale nécessaire à la privatisation.

---

Source: Direction de la Statistique

### (5) Impact sur l'Actionnariat

Les banques commerciales, en tant qu'intervenants majeurs du système financier actuel, peuvent jouer à la fois sur l'offre et sur la demande dans l'élargissement de l'actionnariat.

Dans le cadre de l'offre, l'exemple de la WAFABANK peut et devrait être suivi par d'autres banques privées. Grâce à leur notoriété et à la stabilité financière de la plupart d'entre elles, la privatisation des banques nationalisées par OPV est également appelée à élargir l'actionnariat.

Du côté de la demande, grâce à leur faculté de placement à travers leurs réseaux intérieurs et extérieurs, les banques disposent d'un atout unique pour promouvoir l'expansion de l'actionnariat au Maroc. Les banques commerciales pourraient faciliter l'accès des particuliers à l'actionnariat en faisant du prêt sur titres, en proposant aux investisseurs des placements-relais et en utilisant leur réseau de succursales tant pour promouvoir les OPCVM que pour diffuser les nouvelles émissions.

#### c. Institutions Financières Spécialisées

Il y a cinq institutions financières spécialisées, toutes nationalisées : la Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG - gestion fiduciaire de portefeuille), la Banque Nationale de Développement Economique (BNDE - développement industriel), le Crédit Immobilier et Hôtelier (CIH - immobilier), la Caisse Nationale de Crédit Agricole (CNCA - agriculture) et la Caisse Centrale de Garanties (CCG - garanties). A l'exception de la dernière, elles participent toutes directement au marché financier. La BNDE et le CIH sont privatisables. En 1991, ces institutions ont apporté quelques 31 milliards de DH à l'économie, dont 80% sous forme de prêts à moyen et long termes pour le développement des entreprises, le logement et l'agriculture.

En tant que prêteur direct au Trésor, ce groupe (6,6 milliards de DH) était par sa taille comparable aux compagnies d'assurances en 1991. La plupart des prêts au Trésor proviennent de la CDG (5 milliards de DH) et de la CNA (1,4 milliards de DH). Avec 5 milliards de DH de prêts directs à l'Etat, la CDG en est sans doute le plus important bailleur de fonds.

La SNI et l'ODI sont deux autres sociétés à portefeuille remarquables parmi les entreprises publiques. La CEN est la Caisse d'Epargne Nationale; elle est liée au système postal.

(1) La CDG

D'un montant de 3 milliards de DH en 1992, le portefeuille de titres de la CDG dépasse celui des plus grandes compagnies d'assurances et fait de cette entreprises (qui n'est pas privatisable) une force financière servant diverses initiatives du gouvernement dans le secteur privé. La CDG dispose d'un important patrimoine d'hôtels et de terrains de golf à travers le Maroc.

En tant que fiduciaire, la CDG gère divers fonds. Leur montant total était d'une valeur de 18 milliards de DH en 1992. La Caisse Nationale de Sécurité Sociale et de Retraite (CNSS) est le plus important de ces fonds (13 milliards de DH); elle était entièrement investie en bons du Trésor et en titres garantis par l'Etat. La convention de gestion entre la CDG et la CNSS n'est pas concurrentielle: chaque année, la CNSS reçoit, sur l'accroissement de son portefeuille, un taux d'intérêt négocié sur base des taux actuels du Trésor. En fait, l'épargne forcée des cotisants à la CNSS subventionne les emprunts de l'Etat à des taux inférieurs à ceux du marché. Le taux de rendement moyen de la CNSS était inférieur à 9% en '92, alors que les taux de marché étaient de 11% à 12,5%. Etant donné l'explosion démographique que connaît le Maroc, la CNSS risque de ne pas pouvoir dégager les réserves suffisantes pour faire face à ses prestations futures. Dans un système de gestion financière concurrentiel, la CNSS pourrait obtenir les taux du marché sur son portefeuille, obtenir un meilleur rendement pour ses cotisants et contribuer à l'expansion de l'actionnariat individuel en apportant ses liquidités au marché.<sup>10</sup>

(2) BNDE, CIH, CNCA

La BNDE, CIH et CNCA se sont procurés des capitaux importants dans le cadre de financements liés à l'aide extérieure. Leur en-cours total était de 13 milliards de DH en 1992. La privatisation prochaine des deux premiers établissements ne signifiera pas automatiquement une diminution de leurs ressources extérieures (4 milliards de DH au total), puisqu'ils pourront poursuivre les mêmes politiques qui les ont conduits à recevoir ces financements en premier lieu.

Le CIH et la CNCA cherchent à s'affranchir des financements garantis par l'Etat en développant une base de dépôts bancaires. Celle-ci atteignait presque 5 milliards de DH à la fin de 1991. Ce montant représente 50% des dépôts accumulés par le Groupe 3 des banques, qui regroupe les plus petites banques commerciales.

<sup>10</sup>

Source : CDG

La taille des dépôts de la CNCA (2,8 milliards de DH) et leur croissance rapide (20% en 1991) indiquent l'existence de liquidités croissantes venant du monde agricole. Une partie de ces liquidités pourrait être placée dans un fonds d'investissement agricole.

Avec ses dépôts d'environ 1,6 milliards de DH en rapide croissance (49% en 1991), le CIH bénéficie d'une importante population de propriétaires fonciers. Le CIH est un bon candidat à la formation d'une société de placements immobiliers potentiellement capable d'élargir l'actionnariat individuel, et pourrait devenir l'émetteur naturel de titres hypothécaires.

Les dépôts de la BNDE sont en régression, ce qui pourrait expliquer sa tentative d'acquérir la BMAO (une petite banque) et son orientation de banque d'affaires (conseillers financiers pour la privatisation de CIOR). Vu sa performance pour CIOR, la BNDE pourrait devenir un auxiliaire utile du M.P. pour d'autres introductions en bourse, comme d'ailleurs CFG et peut-être Upline, entre autres. Le portefeuille industriel de la BNDE est géré comme un portefeuille financier dont les revenus sont surtout réinvestis dans ses propres sociétés d'exploitation.

### (3) La Caisse Nationale d'Epargne (CEN)

La CEN tenait en 1992 quelques 620.000 comptes-livrets qui servaient en '93 un intérêt exonéré d'impôt de 9%. Malgré un taux plus favorable que celui des banques (8,5% et imposable), les dépôts de la CEN ne représentaient que 2 milliards de DH. La CEN s'adresse à une population moins fortunée: le livret moyen de 3.400 DH était à comparer en 1991 à 21.000 DH chez les banques. Dans l'immédiat, la CEN ne constitue pas un vecteur potentiel d'expansion de l'actionnariat individuel, mais elle pourrait peut-être créer un fonds de placement monétaire sur les nouveaux marchés financiers.

### (4) La SNI et l'ODI

La SNI est devenue une société de portefeuille. Les statuts de la SNI et sa position légale particulière la confinent dans le rôle d'opérateur actif dans le marché, car elle ne peut revendre ses participations sans payer d'impôts sur leurs plus-values. En conséquence, la stratégie de la SNI a consisté à réinvestir les revenus de son portefeuille dans de nouvelles participations. La SNI a développé une activité d'agent de change (SOMACOVAM) qui compte environ 500 clients au portefeuille moyen de 250.000 DH. La SNI est privatisable.

L'ODI a été créé pour monter et gérer un portefeuille d'entreprises généralement plus petites, dont beaucoup sont actuellement en restructuration.

## 6. Employés et Groupes Spéciaux

L'un des objectifs du programme de privatisation du Maroc consiste à élargir l'actionnariat parmi des groupes spécifiques: les employés, les habitants de la région de la privatisable ou les agriculteurs fournissant des ressources à celle-ci.

Nous traitons ci-dessous du concept des régimes d'actionnariat des salariés et présentons les initiatives du M.P., planifiées ou en cours d'exécution.

### a. ESOP (Régimes d'Intéressement des Salariés)

#### (1) Concept

Les régimes d'intéressement des salariés (en anglais: ESOP) dépendent essentiellement de la décision des employés d'une entreprise de consacrer une certaine part de leurs revenus disponibles immédiat et futur à l'achat d'une partie ou de la totalité de leur entreprise. Ils décident ainsi à renoncer à la sécurité du revenu en échange de l'espérance d'une plus-value à long terme sur les titres de leur entreprise.

Les ESOP supposent que les employés aient :

- des économies et un revenu disponibles à court terme;
- la formation professionnelle nécessaire pour contribuer d'une manière positive au succès de leur entreprise et à sa gestion;
- les notions d'économie et de finance nécessaires à l'arbitrage entre un revenu immédiat tangible et une plus-value hypothétique;
- la compréhension du fonctionnement de la bourse des valeurs (laquelle devrait être liquide et capable de valoriser correctement les entreprises) et l'accès à ce marché;
- l'accès au levier financier permettant de compléter leur investissement initial.

#### (2) Le Contexte Marocain

Les employés des entreprises nationalisées ne remplissent pas actuellement toutes les conditions ci-dessus. Cependant, la mise en oeuvre des ESOP dans le contexte du Maroc pourrait être faisable sous certaines conditions.

Le gouvernement marocain a démontré sa volonté d'attribuer une partie des actions des entreprises privatisables à leurs employés en accordant à ces derniers une prime d'émission de 15% du prix de souscription. Les principaux freins à la participation des employés découlent de la structure même de l'opération, des financements disponibles et des restrictions sur les cessions de titres bénéficiant de la prime d'émission de 15%.

Selon la loi actuelle, les actions des entreprises privatisables doivent être libérées au comptant et en numéraire. La loi marocaine ne permet pas de différer le paiement à l'achat de titres de privatisables. Pour avoir droit à la prime d'émission de 15%, les employés doivent se porter acquéreurs des titres personnellement, ou à travers un fonds d'investissement leur appartenant. Le concept d'un fidéicommissaire (ESOP ou intermédiaire financier) qui puisse bénéficier de la prime de 15% au nom des employés n'est pas reconnu en droit marocain. Les faibles ressources financières de nombreux employés des entreprises publiques, et le fait qu'ils leur est difficile de s'adresser personnellement au secteur bancaire pour obtenir des prêts, les excluent inévitablement de l'actionnariat. Enfin, les actions n'offrent pas toujours une liquidité immédiate au cas où l'employé voudrait les revendre et les actions avec escompte d'émission de 15% doivent être conservées pendant 3 ans.

A la Section III.B.3, nous présentons une recommandation détaillée qui pourrait être admise dans le cadre légal actuel, sous réserve de confirmation par le conseiller juridique du M.P.

Cette recommandation, un Fonds Salarial d'Epargne par Actions ("FSEA") pourrait également s'adapter à d'autres groupes-cible spéciaux. Essentiellement, nous proposons que les titres des employés soient confiés à une coopérative ou un fonds de placement agissant pour leur compte et que le financement nécessaire soit obtenu du Trésor ou par le recours à l'aide internationale.

#### **b. Initiatives Actuelles et Prévues du M.P.**

Le M.P. a démontré sa volonté de faire participer les employés et les groupes spéciaux aux offres de titres en cours et à venir. Dans le cas de CTM, son succès a été jusqu'ici limité. Le M.P. envisage aussi la participations des employés dans CIOR et la SNEP.

La CTM-LN devait représenter le premier ESOP, dont la description figure dans l'analyse de cette transaction au Chapitre II.E. En résumé, l'ESOP serait une association sans but lucratif d'employés de la CTM-LN dont le financement serait assuré à la fois par une banque commerciale (à des taux préférentiels) et par une subvention de l'USAID. Nous n'avons pas cherché à reproduire cette structure dans notre recommandation traitant des FSEA.

La transaction CIOR prévoyait initialement une participation de 10% réservée aux investisseurs de la région de Fez/Oujda, où la CIOR est implantée. L'énorme succès de la souscription CIOR et sa bonne participation régionale ont mené le M.P. à adjoindre les titres destinés à la région à ceux du grand public. Etant donné le grand intérêt porté jusqu'ici aux OPV, il serait pratique de procéder au placement de la tranche régionale avant de conclure la souscription destinée au public.



## **D. QUESTIONS FISCALES CONCERNANT L'ELARGISSEMENT DE L'ACTIONNARIAT**

L'étude du système fiscal et des politiques qui l'inspirent n'est pas du ressort de ce rapport. Les quelques observations présentées ici concernent certaines anomalies évidentes qui tendent à fausser l'incitation à investir en actions.

### **1. Fiscalité Inégale des Instruments Financiers**

La réforme du système fiscal, entamée au cours des années 80, n'a pas encore corrigé l'incidence inégale des impôts sur les différents types d'investissement. Les revenus de placements sont assujettis à l'impôt sur le revenu, qui utilise quatre barèmes de prélèvement différents et applique un régime différent pour les particuliers et les sociétés. Une taxe uniforme de 15% sur les dividendes en numéraire payés aux particuliers est retenue à la source, alors que les sociétés déclarant des dividendes les voient imposés à un taux effectif de 5,7%. De plus, les nouvelles lois financières introduisent certains traitements fiscaux spéciaux pour les dividendes de titres gardés à long terme, ceux payés par les OPCVM et ceux réinvestis en titres cotés à la BVC. Ces lois sont surtout avantageuses pour les particuliers. Finalement, l'impôt sur les plus-values immobilières, effectivement inférieur à 15%, reste favorable par rapport à d'autres placements.

La distorsion la plus significative de la politique fiscale actuelle a été jusqu'ici l'exonération fiscale des revenus des Bons du Trésor. Cette exonération, qui empêchait pratiquement tout autre placement d'être aussi rentable, détournait ainsi l'investissement. Cette condition est en voie de changement: certains instruments sont maintenant taxés à 10%, une première étape vers un taux futur de 30%.

### **2. Double Imposition Des Dividendes**

Aucun bénéficiaire de dividendes ne peut ni déduire ni se créditer des impôts payés sur les revenus de sociétés au pro rata de leurs dividendes. Alors que l'impôt sur les dividendes paraît plus favorable que celui sur les intérêts, il l'est en fait beaucoup moins si l'on tient compte du taux d'imposition élevé (38%) des sociétés. Les nouvelles incitations fiscales pour les sociétés cotées en Bourse ne font qu'augmenter la confusion.

Il est difficile d'assurer que cette situation est de nature à freiner la croissance du marché des capitaux, puisque la double imposition des dividendes est caractéristique de nombreux marchés actifs.

### **3. La Plus-Value, Emission de Droits et Dividendes en Actions Restent Non Imposés**

Il n'existe d'obligation fiscale explicite ni sur les produits distribués sous forme d'actions gratuites ni même sur leur cession ultérieure. Entre 54% et 72% du total des dividendes ont été distribués sous cette forme au cours des quatre dernières années. En 1991, les sociétés cotées en Bourse ont distribué 715 millions de DH de dividendes en numéraire et 1.587 millions de DH en actions gratuites. Ce mode de rémunération des capitaux suscité par des considérations fiscales a concentré l'actionnariat parmi les actionnaires existants. L'exonération fiscale sur les plus-values est par contre une incitation très positive à l'expansion de l'actionnariat individuel.

### **4. Traitement Fiscal Complexe des Instruments Financiers Hybrides**

Les instruments hybrides tels qu'obligations convertibles, certificats d'investissement et actions préférentielles, pourraient se définir comme actions ou certificats à revenu fixe. Ils risquent ainsi de se trouver soumis à des régimes fiscaux extrêmement différents. Un système simplifié serait préférable pour la croissance du marché des capitaux.

## E. EMISSIONS PUBLIQUES RECENTES

Nous avons comparé l'introduction en Bourse de la CTM-LN à celle de la WAFABANK, les deux introductions récentes à la BVC dont nous disposons de résultats détaillés en septembre 1993. Un bref exposé de l'OPV de CIOR a été ajouté en mars 1994. Bien que l'émission de la WAFABANK ne fasse pas partie du programme de privatisation, sa présentation est pertinente pour les OPV de privatisables puisqu'elle a précédé celle de la CTM-LN et en a inspiré la structure. Les Annexes 1, 2 et 7 fournissent certains détails relatifs à ces transactions.

L'actuel Ministre de la Privatisation a annoncé donner priorité aux OPV sur d'autres formes de privatisation. Le M.P. devrait aussi envisager de susciter les initiatives privées de procéder à l'OPV de toute privatisable, quelle que puisse être l'opinion initiale du M.P. quant au bien-fondé d'un tel transfert. Cette initiative, qui permettrait de formaliser la "prise ferme" (underwriting), de promouvoir le recours au marché des capitaux et d'accélérer le rythme des privatisations, demanderait une certaine flexibilité de la part de la Commission de Transfert et de l'Organisme d'Evaluation quant à la structuration et l'établissement du prix de telles transactions.

### 1. Comparaison

Les deux émissions ont établi une plage d'offre qui limitait la concentration des achats, au bénéfice des petits investisseurs individuels.

Chacune des deux émissions a été souscrite à plus de 300%; 99% des investisseurs étaient des particuliers qui reçurent 90% des titres, prouvant ainsi l'attrait de l'investissement en actions.

Ces émissions requéraient le paiement anticipé des souscripteurs. Ceci n'a en aucun cas entravé la vente, puisque le paiement moyen anticipé a été plus du double du dépôt bancaire moyen et un multiple de l'attribution d'actions. Cette abondance indique que certains individus disposent des montants nécessaires et sont prêts à investir en actions.

Les deux émissions ont créé en tout quelques 10.000 nouveaux investisseurs individuels locaux et ont reçu la participation de plus de 4.000 Marocains résidant à l'étranger (RME). Jusqu'à présent les opérations au marché secondaire ont été limitées, indiquant l'établissement d'une base d'investisseurs-porteurs.

Environ 40% de la demande portait sur le nombre minimum d'actions offertes, dans les deux cas 5.000 DH. Si cela était logistiquement possible, une souscription minimum plus petite pourrait attirer plus de petits investisseurs.

La convention à la BVC est de fixer la valeur nominale des actions à 100 DH, alors que le minimum légal est de 50 DH. Utiliser la valeur nominale minimum réduirait le minimum à investir, facilitant ainsi l'expansion de l'actionnariat.

Ces OPV ont mobilisé un potentiel de placement excédant 1 milliard de DH. Ceci porte à croire que les 700 millions de DH non utilisés par ces souscriptions pourraient être disponibles pour les émissions futures.

Les deux chefs de file étaient des banques. Leurs propres réseaux ont placé la grande majorité des titres (80%+). Les chefs de file ont placé ces titres auprès de leur propre clientèle, ce qui pourrait être défavorable à l'expansion de l'actionnariat individuel et mettre en doute la nécessité de confier aux banques la gestion (mais non la distribution) des émissions.

Les deux syndicats de placement étaient identiques. A l'exception des chefs de file, ce sont les mêmes institutions (BCM, SGBM, BMCE) qui se sont avérées les meilleurs placeurs.

Le placement des titres de la CTM-LN par la BCP a été plus uniforme à l'échelle nationale que celui de la WAFABANK. Les deux émissions confirment que la majorité du nouvel actionnariat provient de la région la plus développée économiquement, celle qui s'étire de Casablanca à Tanger et que leurs réseaux favorisent la distribution des titres par les banques.

La participation des institutionnels étrangers s'est avérée pratiquement inexistante, plus du fait des limites imposées à la souscription que par manque d'intérêt, comme l'ont prouvé les cessions directes portant sur ces titres et l'OPV de CIOR.

La BCP et la WAFABANK ont établi de nouvelles procédures opérationnelles internes pour gérer leur OPV, notamment en ce qui concerne la collecte informatisée des données statistiques. Ceci leur a permis de constituer des banques des données considérables sur les investisseurs. Il leur reste à les traiter et les mettre à la disposition du M.P.

L'activité secondaire au marché officiel a été déclenchée par de petits porteurs (notamment les employés de la WAFABANK) et s'est avérée de courte durée. Elle indique que les investisseurs ont réalisé une plus-value endéans les trois premières semaines de l'introduction en bourse et que les employés et autres petits actionnaires, puisqu'ils revendent rapidement, semblent préférer la liquidité ou ont d'autres priorités épargne.

## 2. Emission de la WAFABANK

La WAFABANK est une banque privée, dont le capital est détenu à 82% par des investisseurs privés marocains et à 18% par le groupe de Suez. Dans le cadre de son développement, la WAFABANK a lancé un ambitieux programme d'augmentation de capital qui s'est concrétisé par quatre émissions de titres, dont une première introduction en bourse de 999.875 actions d'un montant de 200 millions de DH. Un fait unique dans les annales récentes, les actionnaires existants ont renoncé d'eux-mêmes à une partie de leurs droits préférentiels de souscription afin de permettre à la banque d'ouvrir son capital à sa clientèle et au grand public. La WAFABANK est la première banque marocaine à le faire.

La stratégie de l'OPV consistait à ouvrir le capital de la banque à un groupe bien défini d'investisseurs. L'affectation des titres à écouler par chaque agence a été déterminée par trois critères : a) le nombre de clients, b) le volume des dépôts et c) le nombre d'employés du réseau de la WAFABANK. En conséquence, la WAFABANK a placé le plus grand nombre de titres dans la région de Casablanca-Tanger.

La banque a lancé une campagne d'information par communiqués de presse dans les quotidiens, brochures d'information (prospectus) disponibles dans les agences, affiches en plusieurs langues, etc. Cette campagne avait pour but d'expliquer la nature institutionnelle de la WAFABANK et soulignait l'importance de l'opération d'augmentation de capital pour son développement. Elle a ciblé une population d'investisseurs potentiels familiers: ses clients.

Pour encourager l'investissement, elle a garanti aux souscripteurs un minimum de 25 actions. Après avoir satisfait la demande minimum, une seconde tranche a été attribuée au pro rata des demandes entre 25 et 10.000 actions. Sous réserve de disponibilité, les demandes portant sur plus de 10.000 actions auraient été elles aussi satisfaites au pro rata.

Les actions de la WAFABANK ont été émises à un prix de 200 DH par action et 5.000 DH minimum. La valeur nominale des actions a été fixée à 100 DH. Une période de souscription de 10 jours avait été fixée du 7 au 17 décembre 1992. Les investisseurs ont attendu le dernier jour pour souscrire puisqu'il fallait payer les souscriptions au comptant. L'émission a été couverte à 300%. En conséquence, une deuxième augmentation de capital a été proposée en avril 1993 pour répondre à la demande restée insatisfaite lors de la première émission.

Le syndicat de placement était composé de quinze institutions locales, dont treize banques, le Trésor et une société de gestion de portefeuille. La WAFABANK a placé 89% des actions elle-même, suivie par la Banque Commerciale du Maroc (3,7%) et la Société Générale Marocaine de Banques (2,3%). L'émission de la WAFABANK, comme celle de la CTM, souligne l'importance des réseaux bancaires dans la distribution des titres et l'aptitude

particulière des chefs de file à placer les titres auprès de leur clientèle.

Plus de 96% de l'émission ont été souscrits localement. La demande a excédé les quotas attribués à toutes les agences bancaires. La répartition des actionnaires par catégorie socio-économique indique que les souscripteurs sont généralement professionnels et commerçants, dirigeants d'entreprises et cadres moyens dans la tranche d'âge de 35 à 45 ans. La répartition au niveau national fait apparaître une concentration particulière dans la zone plus économiquement développée de Casablanca. Parmi les RME, les souscripteurs étaient concentrés en Belgique et en Hollande.

L'émission a eu des conséquences positives pour la banque: l'émission a été placée en majorité parmi la clientèle de la WAFABANK; elle a montré aussi que les individus sont disposés à investir en actions et que celle-ci ont été payées en majorité par virement (conversion de dépôts en actions) et, dans une moindre mesure, par des fonds extérieurs au réseau bancaire, par la revente de bons du Trésor et par des prêts cautionnés consentis par la WAFABANK à ses clients.

Il est difficile d'extrapoler l'exemple de la Wafa au niveau national, si ce n'est que cette émission a découvert un énorme potentiel d'investissement. Comme l'ont déjà prouvé les OPV de CTM et de CIOR, la création de nouveaux produits et instruments financiers peut le concrétiser.

Deux catégories de personnes ont revendu leurs actions immédiatement après l'émission: 50 à 100 petits épargnants et les employés de la WAFABANK, qui ont cherché à encaisser leur prime spéciale d'émission de 60 DH par action. Contrairement à celle de la CTM-LN, l'émission de la WAFABANK ne restreignait pas la revente par les employés. Le fait que ceux-ci aient vendu leurs actions immédiatement pose la question de savoir si le personnel des privatisables est une cible viable d'investisseurs.

La valeur des actions de la WAFABANK n'a pas beaucoup augmenté suite à son introduction. Le négoce a connu une activité moyenne au cours des quinze premières séances de la bourse suivant l'OPV. Quand l'activité du marché officiel s'est calmée, les échanges se sont effectués par cessions directes où le cours s'est éveillé avec l'intérêt des portefeuilles étrangers.

### 3. CTM-LN

La CTM-LN est une société de transports collectifs interurbains bien connue; elle est devenue rentable après sa restructuration. Sa direction a élaboré un plan de développement devant assurer la croissance. Elle constituait un cas idéal de privatisation par OPV.

La stratégie de privatisation de la CTM-LN prévoyait une première émission à diffusion restreinte auprès d'un groupe de référence composé d'institutions financières locales. Cette émission a été suivie d'une introduction à la BVC et devrait se terminer par une tranche destinée aux employés, laquelle est toujours en cours. L'Etat et les actionnaires privés antérieurs ont conservé des participations minoritaires. Cette première privatisation par OPV boursière a été inscrite à la cote le 3 juin 1993. C'était la première introduction à la BVC destinée au grand public depuis 1985.

#### a. Emission à Diffusion Restreinte

La privatisation de la CTM-LN a commencé par une émission restreinte de 35% des titres CTM-LN à un prix de 338 DH par action réservée à un consortium d'institutions financières responsables de la pérennité financière et de la gestion de l'entreprise pendant une période de cinq ans. Le groupe a été sélectionné parmi trois consortiums.

#### b. Offre Publique de Vente

La seconde phase de la stratégie de privatisation était la vente par offre publique de 40% des actions (344.244 actions ordinaires au porteur). Emises à la valeur nominale de 100 DH, les actions ont été vendues à 250 DH. L'attribution minimum était de 20 actions, ce qui est logistiquement compréhensible. L'investissement minimum était de 5.000 DH, somme importante puisque qu'elle représentait 13% de la consommation du ménage urbain moyen en 1991.

Le consortium de placement était mené par la BCP et comprenait la Banque Centrale, 11 banques commerciales et trois agents de change. Les actions de la CTM-LN n'ont pas fait l'objet d'une convention de prise ferme, ce qui n'a guère incité les membres du consortium à beaucoup d'efforts de distribution des titres.

La BCP en tant que chef de file avait dû s'engager à acheter toute action restant invendue. A posteriori, ce risque était faible vu la demande importante d'actions. Toutefois, cette clause pourrait dans le futur devenir un frein à la privatisation, particulièrement si ni le prix de l'action émise, ni la commission de vente ne peuvent être négociés librement et concurrentiellement.

La BCP a placé 75% des actions, suivie par la SGBM (6%) et la BCM (4%). La BCP a très bien réussi au niveau national, tant en termes de demande individuelle qu'en nombre de demandeurs et en répartition régionale. En raison du peu de temps accordé pour réaliser l'opération, la BCP a fait moins bien auprès des RME, lesquels détenaient 65% de ses dépôts en 1992.

L'émission de la CTM-LN a réalisé les objectifs fixés publiquement par le M.P., lesquels consistaient à promouvoir l'émergence de l'actionnariat populaire, d'en assurer la répartition régionale, d'y associer les RME et de favoriser la participation des particuliers.

Le M.P. a lancé sur une période de plusieurs semaines une grande campagne multimédias de 5 millions de DH annonçant le programme de privatisations. La campagne générale a été complétée par une campagne spécifique visant l'introduction en bourse de la CTM-LN (voir le résumé de la campagne de relations publiques dans la section E.6. ci-dessous). En tant que chef de file du consortium, la BCP avait envoyé plus de 500.000 lettres à ses clients locaux et RME, et organisé des réunions d'information avec ceux-ci tant au Maroc qu'à l'étranger.

Le placement faisait l'objet d'une commission de courtage unique de 0,7% versée à la BCP et aux membres du consortium. Ce courtage de 0,7% est faible par rapport aux normes habituelles des marchés émergents, où des commissions typiques sont de 1,5% à 3%. En acceptant une telle commission, la BCP a assuré un service public pour le compte du Gouvernement. Le fait que la BCP ait accepté une commission aussi basse a créé un précédent qui pourrait nuire aux prochaines introductions en bourse.

Le cours d'émission des titres a été fixé par l'Organisme d'Evaluation. Cette procédure manque de souplesse. Il faudrait envisager d'introduire le "tour de table" classique, selon lequel les investisseurs intéressés indiquent les prix auxquels ils seraient susceptibles d'acheter certains volumes.

Un autre facteur de la fixation des cours dépend de la valeur nominale des actions. Si la valeur nominale des actions de la CTM-LN avait été fixée à 50 DH, le prix de vente des actions aurait été de 125 DH, ce qui aurait peut-être permis une plus large diffusion parmi les particuliers, puisque l'investissement minimum aurait été réduit de 5.000 à 2.500 DH. Nous traitons de ces questions au Chapitre III.A.2. et y présentons nos recommandations pour les OPV futures.

Pour ouvrir l'actionnariat, l'opération CTM garantissait, comme dans le cas WAFABANK, un minimum de 20 actions à tous les souscripteurs et une limite maximale de 3.000 titres. Les demandes supérieures au minimum étaient satisfaites au prorata. La souscription a été satisfaite à raison de 35 actions pour les particuliers résidents et 27 pour les RME, bien au



dessous de leurs demandes respectives de 150 et 80 actions.

Une période de souscription de dix-sept jours fut fixée du 12 au 28 mai 1993. Le paiement des titres était au comptant à la souscription. La longue période de souscription, les limites minima et maxima du nombre d'actions achetables et l'obligation de paiement immédiat soulèvent plusieurs questions importantes. L'émission des titres CTM-LN a été souscrite à 300%. Après dix jours (une semaine avant la clôture des souscriptions), la demande atteignait 99,5% du total des titres offerts. Les souscriptions ont doublé au cours des deux derniers jours. La demande totale a porté sur 1.540.447 actions; 224.760 actions ont été attribuées au titre du minimum et 152.643 au pro rata (11,59%) de la demande additionnelle.

Du fait de sa réglementation et de la demande excédant le nombre de titres offerts, l'introduction du titre CTM-LN a lésé ceux des souscripteurs qui ont payé comptant en début de période afin d'obtenir le nombre d'actions qu'ils souhaitaient. La demande réelle a été laminée par l'intérêt manifesté au cours de la dernière semaine de souscription.

Les particuliers (résidents et RME) représentaient 98,7% du nombre total de souscripteurs. La diffusion des titres de CTM est beaucoup plus représentative de la répartition régionale de la population que celle de la WAFABANK. La BCP, le chef de file, a placé 75% du total des actions, mettant en évidence sa puissance de placement.

Les particuliers ont acheté 90% des actions émises. Une proportion significative d'investisseurs étaient des clients de la BCP (locaux et RME). A peine 40% des investisseurs ont acheté plus du minimum de 20 actions (5.000 DH). Ceci plaide pour une baisse du prix d'introduction compensé par une augmentation du nombre d'actions offertes.

Les 11.000 investisseurs à l'introduction du titre CTM-LN représentaient 5,5 fois l'estimation de 2.000 investisseurs possibles basée sur les résultats de la WAFABANK. Seuls quelques investisseurs semblent être extérieurs au système bancaire. Une analyse fine est nécessaire pour profiler les investisseurs et en quantifier les motivations. Certains pensent que les investisseurs sont tentés par la spéculation et que l'on ne pourra déloger l'épargne placée en dépôts bancaires, biens immobiliers, bijoux et en "bas de laine". Ni l'émission CTM ni celle de CIOR n'ont validé cet argument.

L'introduction du titre CTM-LN souligne la capacité de placement des réseaux bancaires. Néanmoins, les intermédiaires financiers non bancaires peuvent contribuer au placement par d'autres moyens, notamment en attirant des investisseurs institutionnels étrangers.

La prudente démarche du M.P. dans le cas de la CTM-LN et le succès de cette émission et de celle de CIOR permettent d'envisager nos présentes suggestions, lesquelles permettraient de structurer les prochaines OPV de manière à promouvoir la plus grande diffusion possible des titres. Ces techniques sont employées avec succès sur d'autres places et sont applicables au marché marocain.

### c. Attribution de Titres aux Employés

La troisième phase de l'opération CTM-LN, l'attribution aux employés, est toujours en cours. La formation d'une association sans but lucratif par les employés de la CTM-LN est le concept qui prévaut actuellement.

## 4. Activité Boursière après Emission

Après l'OPV initiale de la WAFABANK, les transactions sur le marché secondaire ont représenté 1,4% des titres en circulation, et 43% de ceux enregistrés au marché officiel. Les opérations officielles ont porté en moyenne sur 647 titres par séance (87 premières séances); elles étaient plus soutenues pendant les 15 premières séances. Après la baisse d'activité au marché officiel, 10 cessions directes plus importantes ont pris le relais, portant en moyenne sur 7.928 titres chacune. Le cours des actions de la WAFABANK, qui se maintenait alors autour de 213 à 218 DH, n'avait pas beaucoup varié par rapport à son cours d'introduction de 200 DH.<sup>11</sup>

La WAFABANK a procédé à une étude visant à estimer la valeur de cinq grandes banques cotées et non cotées en Bourse et a conclu que son titre est sous-évalué et souffre du manque de marché secondaire. La WAFABANK ne soutient pas activement le cours de ses titres ni ne leur fait un marché.

Au cours des 23 séances suivant l'introduction de la CTM-LN, les transactions à l'officiel ont porté en moyenne sur 1.500 titres, alors que la moyenne des 21 cessions directes enregistrées au cours de la même période était de 2.181 actions. Bénéficiant du soutien des actionnaires de référence et du chef de file, le cours de la CTM-LN a monté de 250 DH à 335 DH, proche du prix payé par le groupe de référence. Le cours de l'action était retombé à 310 DH au début du mois d'octobre.

---

<sup>11</sup> Source : BVC

Le négoce du titre WAFABANK en cessions directes a été peu fréquent (10% du total des séances) mais a porté sur de grands volumes (12,5 fois celui des échanges à l'officiel). Pour le titre CTM-LN, les cessions directes se sont poursuivies pendant 48% des séances à la moyenne de 1,4 fois la quantité de titres échangés au marché officiel.

Depuis leurs introductions en bourse respectives, 1,4% et 4,9% des titres enregistrés de WAFABANK et de CTM-LN ont été négociés, ce qui est révélateur d'une plus grande activité de la part des petits porteurs de la CTM-LN.

En réalisant leur plus-value, de nombreux petits porteurs de CTM-LN ont également disparu du marché. En fait, ils ont cédé leurs titres à des investisseurs institutionnels. Ce phénomène est assez courant. Bien que la vente des titres sur le marché secondaire contribue à reconcentrer l'actionnariat, cet effet pourrait n'être que temporaire. Il est difficile de tirer une conclusion tant que le nombre de titres négociables sur le marché est réduit.

Les questions de l'information du public et du rôle des actionnaires de référence sont tout aussi importantes. Le fait que le cours des titres de la CTM-LN aient été gérés par les actionnaires de référence n'a pas été révélé publiquement. Dans le cas de CTM-LN, leur stratégie a été similaire à celle suivie pour d'autres titres de leur portefeuille.

## 5. CIOR

Les constatations tirées de l'OPV de CIOR, fabricant de ciment, complètent celles concernant WAFABANK et CTM-LN. D'une valeur de 1,2 milliards de DH, la CIOR est quatre fois plus grande que CTM-LN. La taille de CIOR a permis de regrouper tous les objectifs de la privatisation :

- l'entreprise suisse Holderbank, force mondiale de l'industrie cimentière, détient 51% du capital et apporte son savoir-faire technique;
- 24% du capital a été initialement offert en Bourse;
- les régions ont eu accès à 10% du capital;
- les employés pouvaient souscrire jusqu'à 10% du capital;
- le choix de Holderbank ajoute à la concurrence sur le marché local du ciment, où Lafarge et les Ciments Français sont actionnaires d'autres cimentiers.

La BNDE, elle-même privatisable, a conseillé le M.P. et dirigé le placement de CIOR. La BNDE ne disposant pas des moyens de placement des banques commerciales, cette OPV a prouvé que la séparation entre gestion et placement est possible. Au contraire de la BCP, la BNDE a disposé d'un délai raisonnable pour organiser le syndicat de placement. Confirmant leur performance antérieure, BCP, BCM et SGMB ont placé plus de 90% des titres. Tous les autres participants au syndicat ont contribué au placement du solde.

L'OPV de CIOR a eu lieu en décembre 1993, après la remise au M.P. de l'ébauche de ce rapport. Les commentaires suivants sont basés sur les informations produites par la BVC.

La demande d'investissement de CIOR a été de 1,4 milliards de Dh., plus de six fois le total de l'OPV, confirmant et le besoin et le manque de produits d'investissement.

La participation individuelle de plus de 16.000 personnes, représentant plus de 82% du total, a été bien répartie régionalement. Comme prévu, la demande a été géographiquement concentrée dans les régions riches et urbaines de Casablanca (80%), Rabat (8%), Fès (6%) et Oujda (2,6%).

Malgré ces conditions favorables, la participation des RME reste faible en nombre (3.271 investisseurs); toutefois, leur demande moyenne (98.5 actions) a dépassé celle de CTM (80 actions). La demande des investisseurs institutionnels locaux et étrangers (US et UK en particulier) a augmenté sensiblement.

Nos conclusions préliminaires sont résumées ci-après:

- (1) certaines suggestions spécifiques concernent l'information à produire dans le prospectus. Leur inclusion future serait utile aux investisseurs locaux; elle est indispensable aux investisseurs internationaux.
- (2) contrairement aux perceptions locales, L'OPV de CIOR n'est pas une "prise ferme". Le prix d'émission a été fixé par l'Organisme d'Evaluation sans recours aux indications de marché. Le syndicat de placement a été obligé de garantir le support du prix d'émission pour une période de 6 mois.
- (3) supporter le prix d'émission est illégal aux USA et en Grande Bretagne. Le but poursuivi ici était de protéger l'investisseur durant la période de négoce initial. Nous ne pensons pas que cette protection soit nécessaire, vu la grande demande d'investissement existant actuellement au Maroc. Cette mesure retarde artificiellement le cours naturel du titre. Cette obligation crée un risque important pour le syndicat; les faibles commissions de placement ne justifient

pas risque.

- (4) si les (faibles) commissions de placement restent impayées, le M.P. sera bientôt confronté à une désaffectation des placeurs, ce qui rendra la privatisation plus difficile.
- (5) une clause contractuelle des émissions de privatisation oblige le chef de file à fournir un profil des investisseurs contribuant à l'index de croissance de l'actionnariat. La BCP attend les directives du M.P. concernant le format et l'analyse des données recueillies et les attend toujours. La BNDE n'a pas satisfait jusqu'ici à son obligation. Le M.P. doit assurer que, de part et d'autre, le contrat de placement est respecté et que des sanctions existent à cette fin. Le manque de profil et d'index d'investissement empêche de déterminer les caractéristiques de l'investisseur. En particulier, il est impossible d'établir la contribution de l'OPV de CIOR à l'expansion de l'actionnariat.

L'analyse détaillée des émissions de la WAFABANK, CTM-LN et CIOR devrait permettre de cerner le profil des investisseurs et de mieux connaître leurs ressources financières. Les résultats obtenus par les trois chef de file et leurs syndicats de placement permettront de dégager certaines conclusions concernant les conditions techniques particulièrement favorables aux émissions et l'expansion de l'actionnariat individuel. Le volume de négoce boursier après l'émission devrait permettre de valider ces conclusions.

## **6. Publicité, Relations Publiques et Campagnes Educationnelles Supportant la Privatisation**

En avril 1993, le M.P. a lancé une campagne intensive de communication multimédias sur une période de plusieurs semaines afin d'expliquer le programme de privatisation au grand public. Les médias utilisés dans la campagne, produite en français et en arabe, étaient la télévision, la radio et la presse, ainsi que des affiches et des brochures mises à la disposition du public par les banques, les bureaux de poste, le Trésor et la Bourse (BVC). La première impression de ces brochures a été épuisée en juillet '93; 40.000 exemplaires ont alors été réimprimés.

Les résultats de cette campagne générique sur la population urbaine ont été analysés par LMS, une société d'études de marché (voir les conclusions de LMS au Ch. II.C.3.). Dans l'ensemble, la campagne a été bien diffusée et bien reçue. La télévision a obtenu la plus grande pénétration, suivie par la presse et la radio. La campagne a motivé 85% des répondants et a créé un sentiment d'opportunité pour 83% d'entr'eux; les affiches ont eu un

impact sur 73%, et le message général a été reçu et compris par 62% de l'échantillon urbain sondé. Toutefois, 70% des répondants n'ont pas compris quel était l'impact de la privatisation sur l'économie, 66% n'ont pas jugé l'information suffisante et 65% ont trouvé que les objectifs de la privatisation n'étaient pas clairs. Une majorité du public ne savait pas où acheter les titres (80%) ni comment participer au programme de privatisation (54%). Parmi les sondés, 3.3% ont exprimé l'intention ferme d'acheter des titres durant le programme de privatisation.

A la campagne générique s'est ajoutée une campagne concentrée spécifiquement sur l'introduction de CTM-LN. Le M.P. a produit une note d'information sur CTM-LN que les intéressés pouvaient se procurer auprès du réseau bancaire. Toutefois, la disponibilité de celle-ci était limitée et sa teneur incomplète. La campagne de la CTM-LN a été entreprise par l'agence de publicité CHEM's. Elle comprenait bulletins de presse, affichage et publicité télévisée. La bonne qualité de la campagne a été démontrée par le fait que CHEM's a récemment gagné à Genève des prix pour sa campagne CTM-LN.

Il faut rendre hommage au M.P. pour ce qu'il a accompli à l'égard de la privatisation. Le M.P. s'est rendu compte de l'importance de relations publiques sérieuses. La Commission de transfert s'est réunie avec plusieurs agences de publicité qui ont proposé des stratégies de campagnes de relations publiques pour les futures introductions en bourse, notamment celle de la CIOR (qui fut moins bien réussie). Toutefois, CIOR a été présentée dans la série "Entreprendre" avant l'OPV.

D'autres campagnes de communication devraient être organisées afin de créer une plus grande visibilité de la privatisation, d'en expliquer les objectifs plus fréquemment, d'en présenter souvent les travaux, d'annoncer ses futures opérations et d'entretenir la confiance du public en l'informant de ses activités. Le personnel de la privatisation pourrait être interviewé régulièrement afin de maintenir sa visibilité, de développer son identité et d'humaniser la privatisation aux yeux du public.

L'expérience actuelle indique qu'il existe un potentiel d'investissement substantiel au Maroc. Communiquer les détails de chaque privatisation constitue un moyen concret de favoriser la réalisation de ce potentiel et de donner un exemple de transparence et de bonne information au public.

La section III.C. présente certaines recommandations visant à améliorer la communication et les relations publiques.

### **III. RECOMMANDATIONS**

#### **A. RECOMMANDATIONS CONCERNANT L'OFFRE**

Les deux premières recommandations s'adressent directement au M.P. L'impact, l'effet ou la responsabilité des recommandations suivantes ne sont pas du ressort direct du M.P. mais permettront l'expansion de l'actionnariat.

##### **1. Un plus grand nombre d'émissions publiques est nécessaire**

Le succès de CTM-LN et de CIOR démontrent que plus d'introductions sont faisables et nécessaires. Compte tenu de la sur-couverture des OPV de CTM-LN et CIOR, nous recommandons au M.P. de procéder rapidement aux OPV déjà prévues et de structurer les privatisations en priorité sous forme d'émissions publiques.

Suivant l'exemple de SOFAC et d'EQDOM, les sociétés déjà cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca devraient procéder à des émissions secondaires (voir la Recommandation III.A., paragraphe 9.e concernant les sociétés déjà cotées).

##### **2. Les futures émissions devraient être améliorées techniquement**

###### **a. Intensifier les Circuits de Distribution et de Marketing**

**Le M.P. devrait envisager le recours à des mécanismes de marketing et de distribution plus étendus pour ses émissions.** Les banques commerciales sont déjà utilisées; leur réseau est vaste, et dense sur l'axe Casablanca-Tanger. Les banques commerciales placent les actions principalement auprès de leur propre clientèle. Alternier la position de chef de file entre banques permettrait d'atteindre la clientèle de base de chaque chef de file et l'ouvrir à des organismes non bancaires élargirait encore l'actionnariat. Incorporer les agents d'assurance pourrait aussi augmenter la distribution, si cette activité leur est légalement permise et s'ils y sont efficaces.

###### **b. Introduire les Conventions de Prise Ferme**

**Le M.P. devrait envisager une privatisation prochaine sur base d'une vraie prise ferme.** Cette approche fixera un cours initial plus proche du marché et motivera le syndicat de placement à mieux informer et élargir sa cible d'investisseurs. Les commissions de courtage devraient refléter les risques de la prise ferme et être de nature à inciter tous les membres du syndicat à placer les titres. La privatisation du CIOR n'était pas une prise ferme.

**c. Ouvrir les Syndicats de Placements**

Les syndicats de placements devraient être ouverts aux institutions financières non bancaires. L'adjonction de nouveaux intermédiaires financiers tels que Interfina, Upline et Casablanca Finance Group permettrait d'augmenter la participation des fonds de placement et des investisseurs étrangers aux introductions en bourse.

**d. Autres Facteurs Techniques**

- **Fixer la valeur nominale des actions au minimum légal de 50 Dh. permettrait de mesurer l'impact du prix sur les petits épargnants individuels.** Par exemple, si la valeur nominale des actions CTM-LN avait été fixée à 50 Dh, la souscription minimum aurait été de 2.500 Dh, ce qui aurait pu attirer une plus vaste population d'individus.
- **Obtenir et analyser les données sur les investisseurs collectées par les banques à l'occasion des introductions WAFABANK, CTM-LN et CIOR.** Ces informations devraient être relativement faciles à rassembler et pourraient servir de base pour les introductions à venir. En outre, ces informations pourraient être utilisées pour déterminer le profil des investisseurs décrit au Ch. III.B. ci-dessous.
- **Concrétiser les accords contractuels entre le M.P. et les chefs de file concernant l'analyse de l'impact de l'émission sur l'expansion de l'actionnariat et celle du négoce des titres après celle-ci.**
- **La période de souscription de chaque émission devrait pouvoir être clôturée quand la demande enregistrée atteint le montant offert.** Ceci permettrait aux investisseurs de souscrire dès l'ouverture de la souscription au nombre d'actions qu'ils désirent réellement. Le système actuel favorise la sur-souscription au jour de clôture.
- **Les modalités de l'offre devraient prévoir un dépassement de l'attribution d'actions permettant au gestionnaire de faire face à une demande excessive imprévue.** L'excès de souscription à l'émission est l'indication d'une demande trop forte au cours d'introduction. Au fur et à mesure que les preneurs fermes et les syndicats de placements se familiariseront avec le marché, les cours d'introduction seront plus proches du marché. La fixation du cours des OPV n'est pas une science exacte; seule l'expérience du marché peut la guider.



### **3. Initiatives des Institutions Financières Spécialisées**

#### **a. Les sociétés publiques à portefeuilles pourraient transférer ceux-ci à des OPCVM qui les vendraient au public**

**La BNDE, le CIH et la SNI sont privatisables et disposent de portefeuilles à risques diversifiés pouvant être vendus tels quels au public.**

La méthode de privatisation des institutions financières spécialisées est une question complexe en raison de leur portefeuille de privatisables. L'intérêt de l'Etat, du grand public, des marchés financiers et des investisseurs individuels serait mieux servi si les sociétés publiques à portefeuilles cédaient ceux-ci à des OPCVM dont les parts seraient vendues au public sur base de valorisations indépendantes; les fonds ainsi dégagés pourraient être réinvestis dans des SICAV monétaires jusqu'à la privatisation officielle. **Nous conseillons vivement au M.P. de prendre cette option en considération.**

Chaque institution financière spécialisée pourrait établir son propre OPCVM. Les participations de ces institutions dépassant la diversification légale maximum serait retenue par celles-ci. Un tel transfert permettrait d'éviter les jeux politiques que de telles privatisations suscitent. Le produit de la vente des parts de ces OPCVM représenterait la majorité de la valeur de privatisation et serait transféré au Trésor à la conclusion de celle-ci.

#### **b. Les portefeuilles gérés par la CDG devraient passer par le marché financier**

Le circuit financier de la CDG est une source séparée de financement du Trésor. Etant donné que les instruments du Trésor sont les seuls placements légaux pour les portefeuilles de la CNSS et autres institutions d'état, la CDG devrait investir ceux-ci par le biais du marché (voir le point 4.a. ci-dessous). Ce recyclage par la bourse serait générateur de liquidités et fournirait aux épargnants forcés de la CNSS des rendements optimisés. L'ouverture de ses flux financiers au marché favoriserait la CDG, puisqu'elle conserverait son portefeuille et renforcerait son rôle fiduciaire.

### **4. Le secteur financier de l'Etat devrait être réformé**

Les modes actuels de financement du Trésor restreignent l'expansion du secteur financier. Ses instruments sont spécifiques et visent des investisseurs précis sans toutefois offrir un rendement "de marché". Le Trésor rémunère peu les souscriptions obligatoires et trop d'autres instruments. Il est essentiel que les besoins de financement du Trésor soient satisfaits

par les marchés financiers. **Le M.P. devrait proposer certaines réformes visant à créer un marché liquide favorisant l'activité privée.**

**a. Introduction en Bourse des Instruments du Trésor**

**Les ventes du Trésor devraient être ouvertes à tous les investisseurs.** Le Trésor devrait ouvrir ses marchés par la mise en place d'enchères bien organisées.

Dès maintenant et durant tout le processus de privatisation, l'introduction en bourse de tous les instruments du Trésor renforcerait l'offre sur les nouveaux marchés financiers et permettrait le négoce (et donc la liquidité) des instruments du Trésor. L'élimination des Emprunts Nationaux et des souscriptions obligatoires devrait activer le marché des capitaux et le mettre au centre des investissements et de la liquidité.

**b. Abandonner la Souscription Obligatoire**

**La souscription obligatoire pourrait être remplacée par la mise en vigueur immédiate des nouvelles règles prudentielles** (en particulier les provisions pour pertes sur les prêts bancaires) requérant des réserves sous forme d'instruments du Trésor. En laissant le marché choisir ses échéances, le Trésor pourrait mieux connaître les besoins des investisseurs et analyser ses instruments en fonction de leur capacité de marché.

**c. Libérer les taux du Trésor**

**Le Trésor devrait laisser les forces du marché déterminer les taux de toutes ses échéances.** Cette procédure pourrait être introduite facilement une fois tous ses instruments inscrits à la cote et offerts par le biais d'un système d'enchères généralisé ouvert aux institutions financières agissant pour compte propre ou celui de leurs clients. **Le Trésor devrait revoir ses modalités d'émission des Emprunts Nationaux (EN),** en particulier le taux élevé du coupon. Les EN coûtent cher à l'Etat et représentent la base des taux de prêt aux entreprises. Ce réalignement pourrait mener à la création d'un marché obligataire, comme indiqué plus loin.

**Le taux prêteur devrait être déplafonné pour permettre aux banques de consentir des prêts à risques.** Une fois les banques affranchies des taux-plafonds, la Banque Centrale et le M.F. devront surveiller attentivement l'évolution de la liquidité des marchés et des banques. Toute déstabilisation excessive de ces dernières affecterait défavorablement le système financier. Le contrôle des taux par la Banque Al Maghrib serait exercé par cette dernière à travers sa participation directe aux enchères et son intervention sur le marché secondaire. Les taux prêteurs des banques seraient libérés simultanément à ceux du Trésor.

**Le plafonnement du taux emprunteur sur carnets de dépôt pourrait être maintenu durant une période de transition afin de faciliter le transfert de liquidité vers les marchés financiers.**

**d. Considérations fiscales**

La fiscalité actuelle favorise certains instruments et en pénalise d'autres. Les dividendes en numéraire sont sujets à double imposition alors que les plus-values et l'émission de droits et de dividendes en action restent défiscalisés. Sous un tel régime, la fiscalité des instruments hybrides sera compliquée et difficile à ajuster. **Le M.F. devrait encourager une fiscalité équilibrée des différents instruments financiers.**

**5. Des Fonds de placement monétaires et un marché inter-bancaire devraient être organisés**

Le M.P. devrait inciter la création de fonds communs de placements monétaires (FPM). Les FPM offrirait aux banques et au Trésor une source de financement à court terme à la fois souple, peu onéreuse et plus solide. Les liquidités à court terme des FPM favoriseraient l'expansion de l'actionnariat en créant des possibilités d'investissements temporaires sur les marchés financiers.

Le développement volontaire d'un marché monétaire transparent, ouvert à tous les investisseurs en quête de placements liquides devrait notamment permettre à la CDG de prêter aux banques alors que la Banque Centrale cherche à éponger les liquidités du marché. De même, l'existence d'un tel marché permettrait à la Banque Centrale d'y réguler l'offre ou la demande, aux gestionnaires d'y placer leurs fonds et aux entreprises d'émettre des effets commerciaux sans être soumises à la médiation des banques. Comme nous l'avons déjà souligné, le marché monétaire fournit les liquidités dont a besoin le marché des capitaux.

Affranchi des frictions mentionnées plus haut, le marché des capitaux pourrait fluidiser la demande en capital et l'offre d'investissement.

**6. De nouveaux instruments financiers devraient être créés**

**Le M.P. devrait promouvoir le développement de nouveaux instruments financiers susceptibles de créer des opportunités d'investissement et de stimuler l'expansion de l'actionnariat.** Qu'il s'agisse d'instruments hybrides ou d'OPCVM, la diversification des instruments financiers favorise, à des degrés divers, l'investissement par le public. Ils seront l'objet à leur introduction d'un examen minutieux par le M.F. et le CDVM, autorités responsables de leur création et de leur surveillance.

Dans sa forme actuelle, le Code du Commerce (Dahir du 11 août 1922) limite la gamme des instruments financiers. Cette situation perdurera, même si les articles du Code applicables aux entreprises faisant appel à l'épargne publique (S.A. et S.C.A.) sont révisés en priorité. Comme ce rapport n'a pas cherché à obtenir une opinion juridique en la matière, **le conseiller juridique du M.P. devrait, après consultation du CDVM, rendre son opinion quant à la nécessité d'un décret permettant au CDVM et aux sociétés faisant appel à l'épargne publique de passer outre aux articles obsolètes du Code afin de permettre la création et l'utilisation de nouveaux instruments financiers.** Cette suggestion est pratique, puisque ces instruments seront soumis à l'approbation du CDVM et du M.F. avant leur introduction sur le marché.

La section suivante décrit certains nouveaux instruments financiers à envisager.

**a. Intégrer les Obligations aux Privatisations**

**Le M.P. devrait intégrer une obligation ordinaire ou convertible à l'une de ses prochaines introductions en bourse.**

L'investissement est stimulé par la diversité des instruments financiers. La structure de certaines privatisables qui ne sont pas adaptables à l'OPV pourrait inclure une émission obligataire au public. Par exemple, la vente de General Tire Maroc aurait pu inclure une émission convertible afin d'éliminer le différentiel de prix entre l'acheteur et l'Etat. La présence d'une obligation n'affecterait pas la valeur de l'entreprise ou le montant que l'Etat pourrait retirer de sa vente.

Les obligations convertibles sont toujours restées sous forme de projet. Préoccupé par l'aptitude du public à comprendre cet instrument, le M.F. a jusqu'ici considéré sa complexité comme l'obstacle décisif à son introduction. Toutefois, les nouveaux fonds d'investissements gérés par des professionnels offrent maintenant l'occasion d'introduire cet instrument sans soulever les mêmes inquiétudes.

Le programme de privatisation est de nature à promouvoir de tels instruments. Leur émission est liée tant aux besoins du marché qu'à la structure financière de l'émetteur. La BCP et les Brasseries du Maroc pourraient recourir aux obligations, convertibles ou non.

**b. Encourager l'Emission d'Obligations par les Sociétés**

**Le M.P. devrait promouvoir l'utilisation d'obligations par les entreprises privées.** Les obligations contribueraient à développer les alternatives de placement et à familiariser le public avec de nouveaux instruments financiers. Le rendement de ces instruments étant

généralement supérieur à celui des bons du Trésor, la création d'un marché obligataire fournirait au Trésor de nouveaux indicateurs de taux et de volumes qui lui permettraient de positionner avec plus de certitude ses propres produits sur le marché et contribueraient au développement d'une courbe de rendement. L'apparition d'émetteurs obligataires est compatible avec les besoins de financement du Trésor et l'épargne existante, et serait stimulée par les nouveaux fonds d'investissement.

L'offre de financement à moyen et à long terme par les banques commerciales est limitée. Jusqu'ici, seuls certains organismes publics ont émis des obligations, toutes garanties par l'Etat. Trois organismes ont procédé à sept émissions en 1991 pour un total de 2.2 milliards de Dh, à comparer aux 19.5 milliards de Dh des émissions du Trésor. Les entreprises privées ont émis des billets de trésorerie, mais pas d'obligations. Le marché des obligations d'entreprises est un complément indispensable aux prêts accordés par les institutions financières spécialisées.

**L'étroitesse actuelle du marché financier demande un dialogue entre le Trésor et les principaux intermédiaires financiers afin de coordonner et de contrôler l'émission d'obligations durant la transition vers les marchés financiers libres.** Des mesures d'incitation fiscales transitoires (abattement fiscal en fonction de l'échéance) seraient à envisager, ainsi qu'un crédit d'impôt sur les intérêts d'obligation réinvestis (c'est le cas pour les dividendes). La création d'un Plan d'Epargne en Actions (PEA) défiscalisé serait favorable, tant immédiatement qu'au long terme. Un marché financier stimulé par la vente compétitive des bons du Trésor faciliterait les émissions d'obligations par les sociétés privées.

### c. Créer des Instruments Hybrides

Chaque instrument financier décrit ci-dessous joue couramment un rôle spécifique sur les marchés étrangers. **Le M.P. devrait promouvoir l'introduction de tels instruments qui ne sont pas reconnus encore légalement au Maroc.**

#### (1) Certificats d'investissements ("CI")

Ces parts de capital sans droit de vote ont été utilisés avec succès en France et en Italie, où de nombreuses entreprises familiales ont peu d'actionnaires. Cet instrument, qui permet la mise en bourse d'entreprises familiales sans que leurs actionnaires en perdent le contrôle, est approprié au Maroc où la gestion et les actionnaires forment un groupe homogène dans la majorité des sociétés. La prochaine génération, qui sera plus susceptible de séparer le contrôle de gestion de celui des actionnaires, pourrait alors convertir les CI émis maintenant en actions ordinaires.

(2) Certificats d'investissement à dividende prioritaire (CIP)

Ce certificat d'investissement est assorti d'un dividende prioritaire compensant l'absence de droits de vote des CI. Les CI et les CIP manquent de liquidité du fait de l'absence de droit de vote et leur caractère "intuitu personae". Leur utilité dans un portefeuille d'investissement est limitée. Certains, pensant que ces produits pourraient s'utiliser au Maroc, seraient prêts à les incorporer aux portefeuilles d' OPCVM.

(3) Actions Préférentielles et Actions Préférentielles Convertibles

**Ces instruments apporteraient une souplesse recherchée tant par les entreprises émettrices que par les investisseurs.** Leur introduction est réalisable en les incorporant au Code de Commerce ou en les soumettant au visa du CDVM.

**d. Introduire les Titres Hypothécaires**

Les titres hypothécaires constituent un mécanisme normalisé de financement immobiliers. Ils supposent que les titres d'hypothèque d'immeuble puissent en garantir le crédit. Les investisseurs se refinançant par ce mécanisme pourraient ainsi investir leur liquidité en actions. Cependant, le droit marocain ne permet pas encore la cession d'hypothèques. Le M.F. a fait réaliser une étude commanditée par l'USAID sur la titrisation des créances. Cette étude devrait servir de référence.

**7. Une agence de Recherche Financière et de Crédit devrait être créée**

Les banques marocaines ne sont pas encore expertes ni en matière de renseignements commerciaux ni en analyse financière. Cette information et son traitement sont aussi nécessaires dans les marchés des capitaux. Etant donné le manque d'expertise en analyse financière et en renseignements commerciaux, **un organisme professionnel indépendant pourrait aider les investisseurs et les banques à juger de la qualité du crédit et la solvabilité de chaque émetteur et de chaque émission et à évaluer ceux-ci.**

Tant Casablanca Finance Group que Upline, deux sociétés privées, font de la recherche financière et de crédit destinée aux investisseurs. Afin de standardiser une information de haut niveau, **La société de gestion de la BVC ou le CDVM devrait promouvoir la création d'une agence de renseignements financiers.** Initialement sous leur responsabilité, elle deviendrait indépendante dès que son recours intensifié par le secteur financier permettra d'en assurer le financement opérationnel.

## 8. Les intermédiaires de Bourse devraient s'auto-superviser

Le M.F. soutient l'expansion de l'actionnariat en confiant la surveillance des émissions et opérations de bourse au CDVM. **Le M. P. devrait promouvoir la mise en oeuvre d'un règlement d'auto-supervision autonome des intermédiaires de bourse, lequel aura un impact opérationnel favorable sur le marché des capitaux.** Si la surveillance minutieuse par le M.F. apportera plus de transparence aux transactions boursières, l'Association des Intermédiaires de Bourse (AIB) qui est appelée à se former devra établir ses propres règles éthiques et d'auto-supervision, qui joueront elles aussi un rôle essentiel dans l'établissement d'un marché transparent. **Le recours à une assistance technique extérieure est conseillé. Le M.P. devra apporter son assistance à l'AIB afin d'assurer que ses règles protègent l'intégrité et la transparence des marchés où opèrent les IB et leurs clients, parmi lesquels figurent les investisseurs individuels.**

**Les règles d'auto-supervision pourraient s'inspirer des principes suivant:**

- Les intérêts du client sont prioritaires;
- Le respect de l'intégrité et de la transparence des marchés financiers locaux devra être assuré par des directives pratiques conformes aux normes des marchés internationaux et formulées similairement;
- Chaque agent de change devra établir ses propres règles, qui respecteront les directives définies par l'AIB.

**Les règles d'auto-supervision comprendraient notamment:**

- **Organisation:** mettre en oeuvre les ressources techniques, humaines et juridiques nécessaires afin d'éviter les conflits d'intérêts et assurer la pleine concurrence entre les gestionnaires de portefeuille et les courtiers.
- **Information du client:** être claire, complète et immédiate pour chaque transaction; décrire les risques inhérents à chaque transaction envisagée; communiquer rapidement et par écrit l'état d'avancement et la conclusion de chaque transaction;
- **Accord contractuel:** conclure par écrit avec chaque client un contrat-cadre précisant les modalités générales des opérations, les conditions spécifiques applicables au compte (en tant que courtier ou gestionnaire), le prix des services et les obligations mutuelles.

- **Contrôle interne:** un responsable de la légalité des opérations internes devra être désigné par le courtier et confirmé par la commission de contrôle (CDVM); il devra disposer des moyens nécessaires (y compris l'enregistrement des conversations téléphoniques) pour s'acquitter de ses obligations; la responsabilité ultime du contrôle incombe à la direction générale de l'IB, laquelle sera soumise au contrôle du CDVM.
- **Personnel:** établir des règles concernant les transactions personnelles des employés; tenir leurs comptes de négoce et leurs relevés d'activité chez l'employeur; le caractère confidentiel des informations et des transactions devra être garanti; les transactions d'initiés devront être interdites; l'IB ne pourra pas offrir de commissions préférentielles à son personnel; les transactions pour le compte des clients et de l'IB ont priorité sur les négociations personnelles, qui ne sont autorisées que sur des titres que l'employé ne traite pas directement; aucun employé ne peut être autorisé à agir à titre de contrepartie.
- **Sanctions:** couvrir au minimum la responsabilité de chaque employé et de la société envers les tiers (y compris les clients), le respect des règlements internes ainsi que l'intégrité et la transparence du marché. Le caractère civil ou pénal des sanctions devra être déterminé par les autorités en fonction de la nature des infractions aux règlements de l'entreprise et du CDVM.

#### **9. La Bourse des Valeurs de Casablanca et le CDVM devraient assurer leur bon fonctionnement opérationnel**

Le CDVM est la clé de voûte du développement du marché des capitaux. Il est urgent et fondamental que cet organe soit opérationnel. Le CDVM ne remplira son rôle de catalyseur et de contrôle des marchés, des opérateurs et des instruments financiers que si sa direction générale et son staff sont de très haut calibre, conscients de leur rôle et capables de remplir leurs fonctions de manière efficace et indépendante. Le secteur privé a suggéré d'engager un cabinet international de recrutement afin de mener une recherche de personnel de haut niveau.

Le M.F. et le CDVM auront besoin de l'assistance d'experts de la Securities Exchange Commission et/ou de la Commission des Opérations de Bourse afin de rédiger rapidement et efficacement ses statuts et règlements. La mise sur pied d'un Conseil Consultatif International serait favorable. **Le M.P. devra contribuer à ces projets et informer le public de la finalité du CDVM, du processus et de l'évolution de sa création afin de renforcer la confiance de l'actionnariat et d'en stimuler l'expansion.**



La BVC devrait améliorer son fonctionnement afin de faire face à un marché plus actif et complexe. Le M.P. devrait suggérer les changements suivants au fonctionnement de la BVC:

**a. Information Transparente du Public**

**L'incorporation au Code de Commerce plutôt qu'à la réglementation du CDVM des principes d'information transparente du public et de protection des actionnaires minoritaires permettrait la protection du public par des textes plus permanents et la confiance accrue de ce dernier dans les nouveaux systèmes. Etant donné que les deux textes sont à rédiger, le premier achevé servira de base pratique.**

L'absence d'information et de données financières de qualité risquerait de provoquer le cynisme du public, ce qui compromettrait sa confiance dans la Bourse et ses émetteurs. Pour être efficace, l'information devra comprendre des éléments financiers précis et, tout aussi important, l'annonce immédiate au public de tout événement significatif affectant l'entreprise. L'expansion de l'actionnariat est basé sur la confiance de l'investisseur. Cette confiance peut prendre des années à s'établir; une seule défaillance déontologique peut la détruire.

**b. Centralisation Electronique de la Compensation**

**Un système d'enregistrement électronique de garde, négoce et compensation de titres devrait être mis en place immédiatement afin de faciliter les transactions et de réduire les risques inhérents à celles-ci.** En raison du grand succès de CTM-LN, la première introduction à la cote dans le cadre des privatisations, les titres de celle-ci n'ont été remis à leurs titulaires que 2 mois après l'émission. Or, dès l'introduction, le négoce des titres s'est effectué sans transfert physique d'actions. Le système financier a effectivement "dématérialisé" les actions CTM en adoptant un système d'enregistrement des transactions. Le fait qu'un système sans certificat se soit instauré naturellement prouve que son usage est immédiatement acceptable par le marché.

Il est intéressant de noter que le projet de loi standardisant les certificats physiques de titres décrit leurs dimensions, la qualité du papier et les couleurs à utiliser, la présentation des informations, leurs tailles et tolérances minimum et maximum. Le but de ces exigences est d'éviter les contrefaçons et les manipulations. Cet objectif serait mieux servi par un système d'enregistrement électronique tel que celui mis en place en France ou à la bourse de Shanghai.

**L'instauration d'un tel système de compensation éliminerait le délai de livraison physique des titres (actuellement 21 jours) et réduirait donc les risques d'erreur humaine, de vol et de crédit.**

**c. Conditions d'Inscription à la Cote Elargies**

**Les conditions d'inscription en bourse sont limitatives.** Elles devraient être révisées de manière à mieux correspondre à la réalité marocaine, où le montant moyen de capitaux mobilisés en bourse par les entreprises est plus réduit que sur les marchés développés.

A titre de solution alternative, les autorités pourraient créer une bourse séparée ou un "second marché" (similaire au marché hors-cote en Inde) sur lequel seraient cotées les nouvelles émissions des petites et moyennes entreprises. Les conditions d'introduction seraient plus ouvertes et permettraient aux petites entreprises d'avoir accès au marché des capitaux. Il est certain que ces sociétés présentent des risques plus élevés. Dans la mesure où le prospectus indique clairement les risques importants, les investisseurs devraient pouvoir prendre leur décision sur la base de leur évaluation personnelle ou celle de leur courtier (voir recommandation ci-dessus concernant l'information du public).

**d. Elimination des Cessions Directes**

Le M.F. a maintenu les cessions directes afin de favoriser la liquidité du marché. **Ces opérations devraient être limitées aux transactions entre mandants sous la surveillance de la Bourse et assorties de l'obligation de déclaration complète et immédiate.**

**e. Emissions Secondaires à la BVC par les Sociétés Déjà Cotées**

Les sociétés déjà cotées à la BVC devront veiller à la liquidité de leurs actions en bourse par l'enregistrement d'un minimum de 20% de leurs actions. Les conditions d'inscription de la plupart des bourses des valeurs prévoient aussi l'existence de 500 actionnaires au minimum, afin de créer une meilleure liquidité. La BVC pourrait mettre en vigueur des dispositions similaires, afin d'attirer un courant d'affaire plus large et d'assurer la protection impartiale des investisseurs, des sociétés cotées et des IB.

**10. Les actions devraient pouvoir servir au nantissement des prêts**

Nous conseillons vivement que le conseiller juridique du M.P. se prononce sur l'éligibilité du nantissement des titres. Celle-ci devrait être formulée de manière à affermir les droits du créancier gagiste et à lui permettre en cas de nécessité de liquider les actions nanties afin d'exécuter l'obligation de l'emprunteur. Le M.P. devrait en promouvoir la mise en vigueur.

## B. RECOMMANDATIONS STIMULANT LA DEMANDE

Les trois premières recommandations sont adressées au M.P., alors que la quatrième serait patronnée par lui.

### 1. Cibler les nouveaux investisseurs individuels

Pour des raisons d'efficacité économique et vu la structure sociale du Maroc, le M.P. devrait porter ses efforts d'expansion de l'actionnariat individuel sur certaines cibles d'investisseurs et en mesurer les résultats par rapport à celles-ci. Une cible réaliste d'actionnaires individuels correspond à environ 857.000 ménages, dont environ 400.000 vivent à l'étranger (RME).

#### a. Cible A : Ménages Urbains Privilégiés

L'analyse présentée au Ch. II du présent rapport montre qu'en 1991 quelques 457.000 ménages privilégiés étaient susceptibles de disposer d'une épargne suffisante pour investir et de comprendre le fonctionnement des marchés financiers et des nouveaux instruments d'épargne. Ces ménages représentent la cible "A". Au sein de ce groupe, les plus enclins à investir seraient les 360.000 ménages de l'axe Casa-Tanger. Pour attirer ces investisseurs potentiels, nous recommandons de revoir les bases d'imposition des instruments d'investissement et de lancer plusieurs campagnes de promotion (Voir recommandations B.2 et C. ci-dessous).

#### b. Cible B : Résidents Marocains à l'Etranger

Les marocains vivant à l'étranger (RME), en particulier dans la Communauté européenne, constituent une cible géographique séparée de quelques 400.000 ménages relativement aisés. Les RME constituent la cible "B". Elle est séparée de la cible "A" en raison de leur situation géographique et cadre socio-économique différents.

Outre les initiatives de relations publiques recommandées plus loin, le M.P. devrait utiliser les médias étrangers visant les résidents maghrébins, surtout les radios. Ces médias pourraient diffuser des messages de promotion de l'investissement via la France et les autres pays de la communauté européenne.

Les représentations des banques commerciales marocaines dans les pays de la communauté européenne pourraient s'adresser directement aux RME selon leurs méthodes de démarchage habituelles. Maroc-Privatisations (décrit précédemment) vise l'épargne des RME en France. D'autres fonds pourraient s'adresser à l'ensemble des RME de la Communauté Européenne.

### **c. Attirer les Investisseurs Internationaux**

**Le M.P. devrait encourager les efforts envers les investisseurs internationaux.** La participation étrangère au processus de privatisation, si elle est bien structurée, aura des conséquences psychologiques positives sur les investisseurs nationaux.

Toutefois, les opportunités offertes aux investisseurs étrangers sont limitées lorsque (a) le marché est dépourvu d'instruments financiers, (b) 5 ou 7 titres dominent les échanges à la BVC et (c) la liquidité financière est faible par manque de négoce. Le marché des devises constitue la clé d'accès aux liquidités étrangères: les comptes en devises étrangères ont été le facteur prédominant de la liquidité récente du marché financier égyptien; les pays d'Amérique latine ont généralement déclenché l'afflux des capitaux étrangers après avoir autorisé la pleine convertibilité de leurs devises.

## **2. Créer un Profil des Investisseurs et un Index de l'Actionariat**

### **a. Etablir le Profil des Investisseurs**

**Le M.P. devrait profiler l'investisseur à partir des données macro-économiques existantes et d'informations anonymes recueillies par le chef de file de chaque émission.**

Ce profil pourrait aider le M.P. à structurer ses privatisations par la Bourse et servir de référence pour analyser les résultats de celles-ci. Le profil standard sera utilisé à court terme pour mesurer les progrès réalisés dans la formation d'une population d'actionnaires.

Un profil de l'investisseur standard devrait préciser la répartition des souscripteurs d'actions par âge; catégorie économique et origine régionale; date et nombre d'actions demandées; investisseur novice ou initié; client ou non des membres du consortium de placement; mode de financement de la souscription (liquide, dépôt bancaire, etc.); montants engagés sur chaque achat d'actions; revenus du souscripteur; ses dépôts bancaires; et, si possible, montant et nature de ses autres épargnes.

### **b. Créer un Index de l'Actionariat**

A l'exception des données générales concernant les investisseurs de CTM, CIOR et WAFABANK, nous n'avons trouvé aucune preuve de l'existence d'une population d'actionnaires à partir de laquelle établir une base de données solides. Par conséquent, nous avons fixé la base de l'actionariat au niveau 100 au 1er janvier 1993. (Nous avons supposé que les actions de la WAFABANK émises à la BVC en décembre 1992 ont été distribuées en 1993).

Un **Index de l'Actionnariat** permettant de mesurer la croissance absolue dans le temps du nombre des actionnaires individuels et la pénétration relative de l'actionnariat dans les cibles principales et les autres populations peut se déduire de l'analyse statistique des données anonymes collectées auprès des souscripteurs lors de chaque nouvelle introduction en bourse. Ces données sont de nature sociale, démographique, professionnelle, économique et financière. En l'absence de références statistiques sur les données macro-économiques des revenus et des épargnes, l'index proposé devra être autonome et intégré.

Les données relatives au profil standard de l'investisseur seront collectées par l'intermédiaire d'un questionnaire anonyme rempli lors de l'achat d'actions. Il devrait préciser:

- les paramètres de chaque introduction en bourse;
- la répartition des investisseurs engagés, le nombre d'actions demandées et la région, par membre de consortium de placement;
- la répartition des acheteurs par âge, catégorie économique et région d'origine;
- la répartition par date de souscription, nombre d'investisseurs et nombre d'actions demandées;
- la répartition par tranche de revenu des acheteurs et la taille de leurs dépôts bancaires;
- la nature de l'investisseur (novice ou initié);
- la qualité de client de membres du syndicat de placement;
- la raison de l'investissement;
- le mode de financement de l'achat des titres (liquide, virement, dépôt bancaire, etc.);
- l'origine des fonds (argent liquide, transfert ou prêt);
- le montant engagé sur chaque achat d'action; sa taille par rapport aux revenus et au patrimoine;
- l'ampleur et la nature des autres épargnes de l'investisseur;
- la participation à un régime d'assurance médicale ou de retraite (y compris la sécurité sociale, assurance-décès, etc.) et son montant;

- l'utilisation envisagée des liquidités engagées à la souscription mais dégagées du fait de l'allotement des actions.

**Le M.P. utiliserait ce profil des investisseurs comme base de structuration de ses privatisations futures et comme référence de ses résultats.** A terme, le profil standard pourra également être utilisé pour mesurer la croissance de l'actionnariat, tant ceux ciblés que les autres. En outre, le M.P. devra exiger des chefs de file qu'ils fournissent une analyse de l'OPV et, subséquemment, de son négoce en bourse.

### **3. Créer un Système d'Épargne pour les Investissements des Employés et Autres Groupes Spéciaux**

Les éléments suivants se rapportent plus particulièrement aux actions destinées aux employés. Des changements appropriés s'appliqueraient à d'autres types d'actionnariat social tels que les régions ou les agriculteurs.

Comme évoqué dans ce rapport, un mécanisme de financement par l'épargne fait défaut dans les cessions d'actions aux employés. **Le M.P. devrait promouvoir la création d'un Fonds Salarial d'Épargne par Actions ("FSEA") qui porterait et gérerait les actions que l'État réserve aux employés (ou autres groupes spéciaux).**

Comme indiqué plus haut, tout plan dédié à la participation des employés à leur privatisable doit tenir compte des éléments suivants: (a) le paiement des actions doit être immédiat, (b) l'escompte de 15 % n'est applicable que si les employés sont propriétaires des actions et (c) les employés doivent garder leurs actions pour une période minimum de trois ans comptée depuis l'achat.

**Cette recommandation tient compte des contraintes légales actuelles. Le M.P. devra pourtant s'assurer de la validité juridique de celle-ci et de son adaptabilité au FSEA. Le conseiller juridique du M.P. devrait se prononcer sur celles-ci. D'autre part, le M.P. devrait assurer la formation d'un "responsable FSEA" qui sera chargé des séminaires aux employés et de la mise sur pied de leur fonds.**

#### **a. Structure et Fonctionnement**

La constitution et le fonctionnement du FSEA comprendrait les orientations suivantes:

- Le FSEA devra être légalement constitué sous forme de coopérative d'intérêts individuels privés ou de FCP. Etant un plan d'épargne des salariés, un FSEA différent sera proposé pour chaque privatisable et établi pour une période de trois ans;

- Chaque FSEA sera géré par un conseiller financier externe. La CDG, dont la fonction fiduciaire est de gérer les fonds des caisses de retraite et de sécurité sociale, pourrait remplir ce rôle.
- Le FSEA devra établir des plans d'épargne avec les employés et leur société et souscrire aux actions de celle-ci pour le compte de ceux-là;
- Chaque FSEA serait financé par un prêt du Trésor portant intérêt au taux de ses échéances à trois ans; ce prêt sera remboursé au Trésor sur une période de trois ans, permettant ainsi à celui-ci de n'encourir à terme aucun coût ou obligation. Le M.P. pourrait aussi chercher à obtenir une aide étrangère qui permettrait la création d'un fonds de roulement des FSEA;
- Chaque versement d'épargne des salariés sera retenu de leur salaire brut et contribuera à l'achat d'"unités" qui, accumulées en nombre suffisant, seront convertissables en actions, lesquelles seront la propriété des employés et leur seront remises à l'échéance des trois ans validant l'escompte de 15%; **le M.P. devra proposer que l'impôt salarial différé soit exempté à l'échéance des trois ans;**
- Chaque unité, d'une valeur de 10 DH., représentera une fraction du prix d'émission de l'action diminué de l'escompte spécial pour salariés et augmenté des coûts de gestion et de financement calculé pour la durée du FSEA (3 ans);
- Si l'employé abandonne le régime FSEA avant 3 ans, il / elle récupère le montant de son épargne courante nette définie au point e. ci-dessous. Cette mesure incitative à l'affiliation au FSEA permet toutefois aux employés de retrouver leur liquidité en cas de nécessité.

#### **b. Présentation des FSEA auprès des Groupes Sociaux**

Un séminaire organisé par le M.P. à l'intention des employés des privatisables devra expliquer le processus de privatisation et ses conséquences. Il définira également de façon précise l'opportunité d'acquisition d'actions de leur société, toute exemption d'impôts, ainsi que les obligations financières en résultant. En outre, le séminaire devra couvrir la volatilité boursière, les dividendes, la dilution du capital et comparer l'investissement en actions à d'autres possibilités d'investissement telles que l'immobilier, les fonds de retraite, les assurances médicales (complémentaires) et les investissements en OPCVM.

**c. Déclaration d'Intention des Membres des Groupes Sociaux**

Endéans les deux semaines suivant le séminaire et avant l'annonce de la privatisation, les employés devront déclarer leur intention de participer (ou non) au FSEA et, dans l'affirmative, le montant de leur participation exprimé en unités. Chaque unité représentera une fraction de 10 Dh du cours d'émission proposé aux employés, plus les coûts de financement et de gestion par le FSEA calculés anticipativement sur 3 ans. Fixée à ce montant, l'unité est suffisamment petite que pour attirer l'intérêt des salariés; elle incluerait un facteur moyen de financement égal à 1,6 fois le taux courant à trois ans du Trésor remboursé également sur cette période et une commission annuelle de gestion de 2% (6% sur 3 ans), ce qui est raisonnable vu le montant relativement faible de ces FSEA.

Si la demande d'unités, une fois convertie en actions, dépassait le maximum légal de 10% attribué aux salariés, elle serait attribuée au prorata de ces 10%. Pour des raisons logistiques et d'économie de fonctionnement, la création du FSEA serait annulée quand la participation des employés est inférieure à 20% de l'effectif total ou n'atteint pas le seuil minimum de 3% du capital. Il sera aussi demandé aux employés s'ils auraient préféré participer à d'autres plans d'investissement décrits durant le séminaire initial, lesquels et pour quels montants.

**d. Conversion en Actions**

L'employé peut choisir à tout moment:

- (i) de laisser le FSEA procéder automatiquement à la conversion des actions à son nom, ou
- (ii) de demander au FSEA de lui verser la valeur nette de ses unités.

**e. Désistement**

Un employé peut à tout moment signifier à son employeur et au FSEA sa décision de se désister avant l'expiration de la période de 3 ans. Il percevra alors un montant (net de l'impôt différé) égal à la somme de la valeur réalisée des actions à son nom et de la valeur en espèces des unités non converties, moins le montant de la prime d'émission de 15%, le coût de financement et la commission de gestion (2, 4 ou 6%, selon l'année du désistement).

L'employé quittant délibérément l'entreprise sera assimilé à un désistement. Toutefois, une personne licenciée ne bénéficiera d'aucune plus-value sur ses actions. Un employé prenant sa retraite pendant la période de trois ans recevra en exemption d'impôt ses actions accumulées et le montant de toutes ses unités non converties.



A la fin de la période de 3 ans, le FSEA remettra aux employés leurs actions et, s'il existe, un montant calculé au pro rata des plus-values réalisées par le FSEA au cours de son existence.

**f. Engagement et Risques du Régime FSEA**

Le risque du FSEA est limité à la différence entre la valeur courante totales des actions et celle des unités non encore converties. Ce risque, qui n'existe que si le cours des actions diminue, est minimisé par (a) le paiement anticipé de l'intérêt, (b) l'escompte d'émission et (c) toute réserve résultant de désistements anticipés ayant dégagé des plus-values.

**4. Le M.P. devrait crédibiliser les Investisseurs Institutionnels**

La gestion professionnelle de l'investissement est courante dans les pays développés et le devient dans les pays en voie développement. Investir par l'intermédiaire de professionnels signifie investir mieux et constitue un facteur important de l'expansion de l'actionnariat. La concurrence entre gestionnaires se manifeste par la publicité et autres techniques de marketing. Leurs efforts concurrentiels sensibilisent le public à l'investissement et sont favorables à l'expansion de l'actionnariat. Le support du M.P. à de telles initiatives crédibilisera l'investissement en actions aux yeux du grand public.

Le secteur bancaire est prêt à lancer ses OPCVM et n'attend que la formation opérationnelle du CDVM. Nous avons insisté à plusieurs reprises sur le fait qu'aucune initiative favorable au développement des marchés financiers ne prendra corps avant que le CDVM ne soit en place.

Les compagnies assurances devraient pouvoir créer des OPCVM au même titre que les banques ou les institutions financières spécialisées. **Au même titre que les banques, les institutions financières spécialisées et les compagnies d'assurance devraient être incitées à créer des OPCVM et à en vendre les certificats au public.**

## C. RELATIONS PUBLIQUES

Nous basant sur les émissions WAFABANK, CTM-LN et CIOR, nous pensons qu'il existe un potentiel d'investissement substantiel au Maroc. La communication constitue le meilleur moyen de convaincre le public d'investir. Les initiatives de communication organisées par M.P. ont visibilisé la privatisation, communiqué ses objectifs plus fréquemment, expliqué son fonctionnement de manière répétée et annoncé ses opérations. Le M.P. sert la confiance du public par la diffusion transparente de ses activités.

Une campagne de publicité et de relations publiques destinées à susciter l'intérêt des RME pour le programme de privatisation serait particulièrement opportune, car nombre de RME sont maintenant familiarisés avec les réformes financières et la privatisation. Le M.P. devrait apporter son soutien et sa crédibilité à l'effort des banques commerciales dans ce domaine.

### 1. Le M.P. devrait mener des campagnes régulières de relations publiques

**Les activités suivantes sont recommandées tant pour faciliter le programme de privatisation que pour accélérer la mise en place des réformes financières:**

- a. Publier un bulletin mensuel d'information sur les actions du MCIP, à diffuser aux autres ministères, institutions financières, banques, média, etc.
- b. Inviter la télévision à présenter les futures sociétés privatisables et leurs gestionnaires, et à interviewer certains actionnaires de la privatisation pour en diffuser les motivations et les attentes.
- c. Donner une explication complète de chaque opération aux médias, en exposant la démarche de privatisation, les obstacles et les situations humoristiques rencontrées, les avantages sociaux et économiques pour le pays et l'économie nationale.
- d. Inviter la télévision à effectuer des reportages fréquents sur les privatisations, le personnel du Ministère et ses activités. Le but en serait d'améliorer la compréhension du processus de privatisation par le public, et donc de le rendre plus proche de leur déroulement, plus concerné par leurs résultats et plus intéressé à investir en actions des entreprises privatisées.

- e. Utiliser le Minitel du M.P. pour fournir une information hebdomadaire sur la privatisation, les sociétés en vente, le mode de transfert envisagé et les noms des responsables de chaque opération.
- f. Organiser des "vacances de privatisation" : un voyage au Maroc pour les PDG étrangers et les gestionnaires de fonds d'investissement en marchés émergents pour leur faire découvrir et comprendre le pays et la privatisation, rencontrer les experts financiers locaux, et participer à des séances d'information légale et fiscale d'investissement.
- g. En accord avec le Ministère des RME et les diverses banques ciblant les RME, le M.P. devrait créer une stratégie d'actionnariat "RME". Une telle approche pourrait suggérer des alternatives d'investissement aux placements bancaires et informer ce groupe des privatisations à venir.

Au moins quatre institutions marocaines s'intéressent aux RME. Quoique leurs initiatives à l'égard de cette clientèle relèvent de leurs stratégies propres, le M.P. devrait informer les RME des règles et des contrôles stricts auxquels les OPCVM doivent souscrire et de leur supervision par le CDVM.

## 2. Le M.P. devrait mener des séminaires d'information sur l'expansion de l'actionnariat

Comme indiqué plus haut, certaines recommandations envisagent des changements à l'environnement qui ne sont pas sous le contrôle direct du M.P. **Le M.P. peut promouvoir ces changements par le biais de séminaires visant les institutions financières, la presse, les émetteurs potentiels privés et les groupes sociaux.** L'objectif de ces séminaires sera d'expliquer de façon transparente les nouveaux marchés financiers, la direction prise par le M.P., les actions attendues de toutes les institutions et d'inspirer confiance dans ce processus afin de crédibiliser l'investissement. Les participants/présentateurs devraient comprendre des représentants du M.P. et du M.F., du CDVM, de la BVC et des OPCVM. Les investisseurs potentiels auraient ainsi un forum où exprimer leurs préoccupations et formuler leurs questions dans le cadre d'un dialogue ouvert.

Ces séminaires d'une journée traiteraient les sujets suivants :

- besoin de liquidité du marché : attirer des investisseurs (épargne, investissements des RME et des étrangers), marché secondaire, liens entre les marchés financiers;
- CDVM et Bourse: fonctionnement, supervision, auto-supervision et réglementation;

- objectifs, code de conduite et transparence des SICAV & FCP;
- véhicules transparents (OPCVM); leurs normes, règles de gestion, stratégie et fonctionnement ;
- instruments d'investissements existants et futurs (actions, obligations, convertibles, actions préférentielles, etc.);
- Harmonisation de la fiscalité des instruments financiers: la situation présente et les attentes futures;
- le besoin de transparence et de communication; son pourquoi et son comment;
- droits des actionnaires: information, cessions directes et O.P.A.;
- transferts d'entreprises publiques et actionariat individuels: disponibilité, sécurité et liquidité;
- tour d'horizon des transferts d'entreprises publiques et privatisations à venir.

### 3. Le M.P. devrait mener un séminaire pour les médias sur l'environnement, l'analyse et la rédaction financiers

Un séminaire à l'intention des journalistes économiques des médias (entre autres l'Economiste, La Vie Economique, Enjeu, La lettre du CIMC, etc.) et du personnel d'institutions financières, viserait l'amélioration de leur compréhension (i) des nouveaux marchés financiers, institutions, véhicules et instruments, (ii) de la transparence et de l'analyse financière, (iii) de la manière de couvrir les événements permettant la rédaction d'articles précis, exacts, pratiques et informatifs destinés au public.

Les thèmes suivants devraient être abordés :

- **Le nouvel environnement financier:** Finances publiques, Trésor, marchés financiers, Banques, Bourse des valeurs, OPCVM, marché international des devises, investisseurs étrangers.
- **Transparence:** information et précision - ce que cela signifie en langage clair, en termes de comptabilité, de statistiques, d'information des entreprises; l'impact culturel de l'étatisme, des économies de marché et informelle et des sociétés familiales.

- **Analyse Financière:** lecture de documents financiers, états financiers, analyse financière et ratios, caractéristiques sectorielles, interrelation entre secteurs économiques et finances publiques; notions d'engagement et de risque.
- **Vie des Entreprises:** rédaction financière et économique; assembler les faits, les événements et l'environnement; pour qui écrit-on; cibler l'article, traiter l'essentiel; importance de la sémantique; une étude de cas (article sur sujet imposé).
- **Discussion de cas et conclusion :** présentation par les participants de leur article; révision, comparaison et discussion.

#### 4. Le M.P. devrait introduire un programme éducationnel à la télévision

**La préparation et la diffusion d'un programme de télévision traitant de l'investissement et des marchés financiers serait efficace au plan des relations publiques du M.P.** Ce dernier ferait appel à la collaboration d'autres opérateurs du marché des capitaux désireux de sensibiliser le public au marché des capitaux. Le Casablanca Finance Group a manifesté son intérêt à apporter son assistance à la conception et la réalisation d'un tel programme. Ce programme serait diffusé sous la forme d'une série télévisée à long terme. Son principe et son contenu ont été discutés avec la RECOM, le producteur d'"Entreprendre", la seule série économique régulière diffusée à la télévision marocaine. Ce programme aurait pour but de familiariser le public et d'instaurer sa confiance dans le système financier. Il pourrait prendre la forme d'entretiens animés par des spécialistes et de "visites télévisées" des institutions financières, des émetteurs, des organismes de tutelle, etc.

Ce programme devrait aborder les questions suivantes :

- le but de l'investissement et comment y procéder (détails pratiques), comment il se compare aux autres formes d'épargne (bijoux, espèces, immobilier, dépôts bancaires, régimes de retraite, assurance-décès);
- le fonctionnement, le rendement et les risques liés aux diverses formes d'épargne;
- effets de la transparence de l'information sur la sécurité de l'investissement; les informations financières et les obligations légales vis-à-vis des investisseurs, quelle que soit leur taille;
- pourquoi et comment un individu peut bénéficier de ses investissements au même titre que le gros investisseur ou les institutions;

- les instruments financiers existants et leur fonction, pourquoi et comment ils sont utilisés par les émetteurs et les investisseurs;
- créer un portefeuille d'investissements soi-même ou par l'intermédiaire de professionnels; coûts et avantages comparés;
- les véhicules d'investissement (SICAV, FCP) disponibles au public, leurs gestionnaires, leurs principes et stratégies de fonctionnement et leur transparence; l'environnement légal;
- les émetteurs (Etat, organismes, municipalités, entreprises privées) et leurs risques spécifiques; comment la privatisation s'inscrit parmi eux;
- la bourse, le CDVM et les autres autorités de supervision et de contrôle;
- comment les actions se comparent aux autres instruments d'épargne (obligations, dépôts bancaires, thésaurisation, immobilier etc.) et leur traitement fiscal;
- pourquoi et comment choisir parmi différents véhicules d'investissement; discussions avec leurs gestionnaires (stratégies, méthodes, résultats);
- où et comment acheter des actions et autres instruments d'investissement;
- comparaison des résultats effectifs de diverses formes d'épargne à travers le temps;

Ce programme serait une sorte de présentation télévisée des divers aspects (les normes mentionnées ci-avant) d'un investissement effectué par l'intermédiaire de fonds d'investissement transparents. Il soulèverait des questions telles que la protection des actionnaires minoritaires et étendrait le concept de transparence aux émetteurs potentiels en-dehors du groupe des privatisables et permettrait aux investisseurs professionnels de présenter leurs opérations financières et leurs stratégies d'investissement.

Sa valeur pédagogique pourrait être accentuée par des "transcriptions" formant les chapitres d'un livre sur l'épargne et l'investissement que le public pourrait se procurer sur demande.

Les réalisateurs d'"Entreprendre", le principal programme économique de la télévision marocaine, sont intéressés par une telle série. Elle pourrait commencer dès cette année. "Entreprendre" est diffusée mensuellement à l'heure d'écoute maximum (21h15) 10 fois par an sur RTM (chaîne nationale de télévision marocaine). Elle est relayée par satellite sur l'Europe pour les RME. RECOM estime son audience à 14 millions de personnes (ce qui est

#### **IV. PLAN D'ACTION RECOMMANDE**

##### **A. FONDS SECTORIEL D'ASSISTANCE A LA PRIVATISATION**

Reconnaissant l'effort de privatisation du gouvernement marocain, USAID/Rabat a établi un Fonds Sectoriel d'Assistance à la Privatisation. Les conditions préalables au déblocage de l'aide en trois tranches sont largement liées aux progrès effectifs réalisés durant chacune d'entre d'elle. Ces progrès se mesurent par l'accomplissement d'un certain nombre d'actions liées à la préparation et à l'exécution d'opérations de privatisation. Les conditions préalables couvrent également les actions de relations publiques et l'élargissement de l'actionnariat, en particulier les ventes d'actions par la bourse ou par l'appel public à l'épargne. Ces conditions sont identifiées et quantifiées. Les conditions préalables à l'élargissement de l'actionnariat sont définies comme "certaines mesures à convenir mutuellement par les parties avant le déblocage" des fonds.

Nous recommandons certaines mesures d'expansion de l'actionnariat que le M.P. devrait mettre en oeuvre. Afin d'assurer le développement et la modernisation du secteur financier dans son ensemble, nous mentionnons également des mesures d'accompagnement permettant de créer un environnement favorable et de renforcer les aspects opérationnels et réglementaires du marché des capitaux en l'affranchissant de ses distorsions majeures. Etant donné que ces actions ne sont pas du ressort du M.P., nous recommandons que celui-ci les promeuve auprès de ceux qui en sont responsables.

##### **B. PLAN D'ACTION**

Le plan inclus en fin de section reflète sous forme graphique notre jugement des priorités chronologiques de mise en oeuvre des recommandations précédentes par les groupes qui en sont responsables. Le résumé suivant différencie nos principales recommandations entre celles à mettre en oeuvre par le M.P. et celles qu'il devrait promouvoir.

###### **1. Mesures Directes par le M.P.**

Le M.P. continuerait à donner priorité à l'introduction en bourse chaque fois que l'opération de privatisation sembler s'y prêter (Recommandation II.A.1).

Des améliorations techniques aux OPV futures seraient à mettre en oeuvre selon le schéma décrit dans la recommandation III.A.2.

Le M.P. devrait envisager la privatisation de la BNDE, le CIH et la SNI, qui offrent l'avantage de portefeuilles d'actions déjà constitués, par leur conversion en OPCVM à risques diversifiés et leur vente sous cette forme au public (Recommandation III.A.3).

Le M.P. devrait cibler les populations d'investisseurs potentiels basé sur le Profil des Investisseurs et en suivre la progression par un Index des Investisseurs. Les cibles, le Profil et l'Index sont détaillés aux Recommandations III.B.1 et 2.

Le M.P. devrait proposer un Fonds Salarial d'Epargne par Actions ("FSEA") assurant la gestion et le financement des actions que l'Etat réserve aux employés et autres groupes spéciaux. Le FSEA et son fonctionnement sont décrits à la Recommandation III.B.3.

D'autres recommandations concernent l'information et les relations publiques. Le M.P. devrait entreprendre des campagnes éducationnelles et de relations publiques régulières et spécifiques. Les Recommandations présentées à la section III.C. en fournissent des exemples concrets.

## **2. Mesures à Promouvoir par le M.P.**

Les recommandations suivantes sont celles qui n'incombent pas directement au M.P., mais dans la mise en oeuvre desquelles il joue le rôle indiqué dans le plan d'action ci-dessous.

Le M.P. devrait promouvoir certaines réformes visant à fluidiser les marchés, à dynamiser les échanges de titres et à faciliter l'accès aux liquidités:

- les portefeuilles sous responsabilité fiduciaire du CDG devraient être investis dans les marchés (Recommandation III.A.3.b);
- Les instruments du Trésor devraient être tous mis en bourse et leurs ventes aux enchères devraient être ouvertes à tous les investisseurs et couvrir toutes leurs échéances (Recommandation III.A.4.a);
- La souscription obligatoire ("plancher") devrait être remplacée par une mise en oeuvre rapide des nouvelles règles prudentielles (Recommandation III.A.4.b.);

Le M.P. devrait encourager les opérateurs financiers à créer un marché monétaire et le M.F./CDVM à soutenir la création de SICAV monétaires (Recommandation III.A.5).



Le M.P. devrait promouvoir le développement de nouveaux instruments financier et les incorporer à ses émissions publiques, créant ainsi de nouvelles opportunités d'investissement qui stimuleront l'expansion de l'actionnariat (Recommandation III.A.6.).

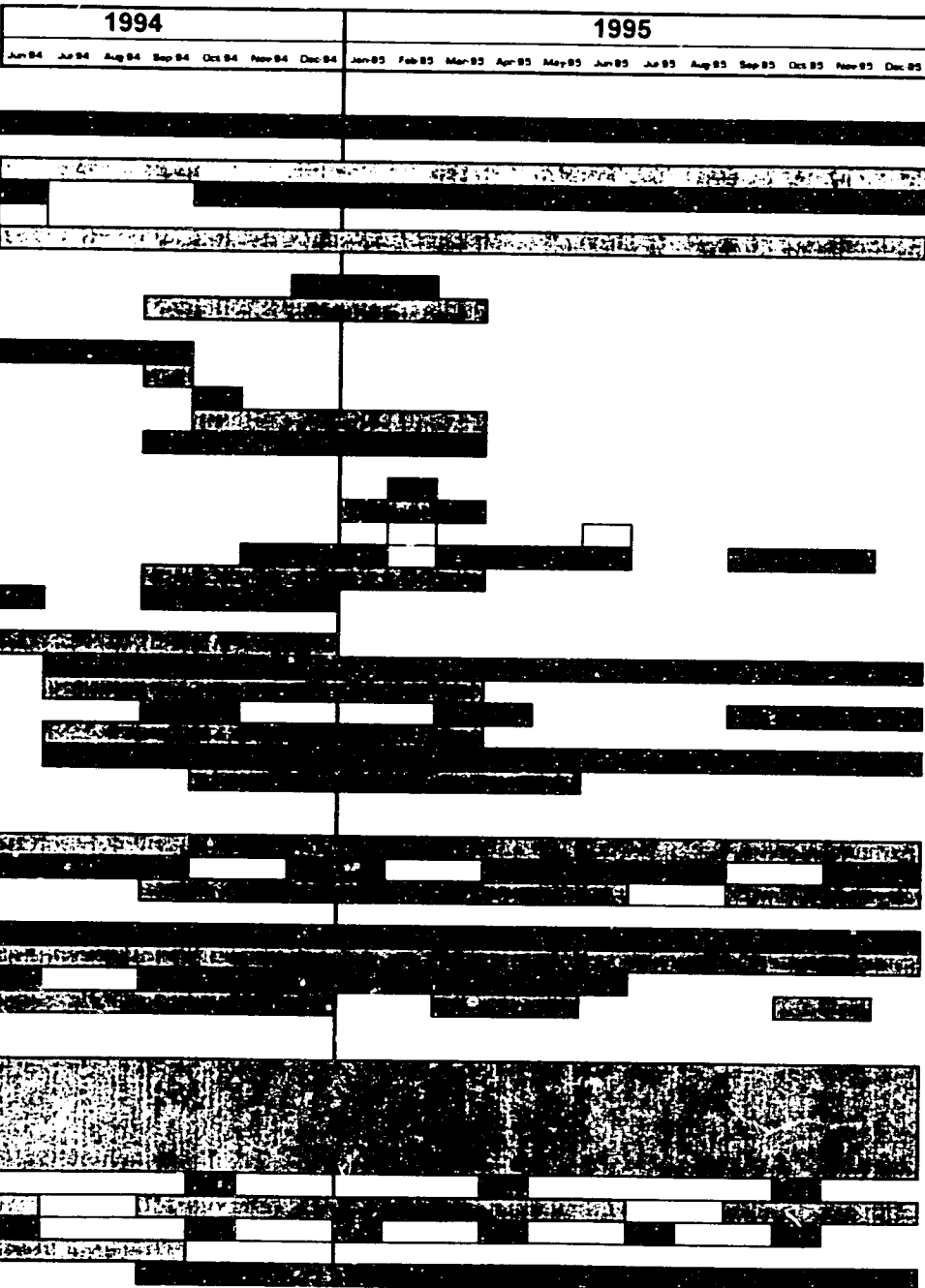
Le M.P. devrait encourager la création d'une Agence de Recherche Financière et de Crédit (Recommandation III.A.7.).

Le M.P. devrait favoriser la mise en place d'un règlement d'auto-supervision par les intermédiaires de bourse, lequel aura un impact positif sur le programme de privatisation et le marché des capitaux (Recommandation III.A.8).

Le M.P. devrait promouvoir activement la mise en place immédiate et professionnelle du CDVM et certains changements aux opérations de la BVC (Recommandations III.A.9).

Le M.P. devrait encourager l'instauration légale du nantissement des titres (Recommandations III.A.10).

**RECOMMANDATIONS**



**Responsabilite**

Reference  
du Rapport

- A. 1 Un plus grand nombre d'OPV
- 2 Ameliorations techniques
  - a Intensifier les circuits de distribution
  - b Introduire la prise ferme
  - c Ouvrir les syndicats de placement
  - d. Autres facteurs techniques
- 3 Initiatives des Institutions Financieres Specialisees
  - a. Transfert des portefeuilles a des OPCVM
  - b. Investir les portefeuilles geres par la CDG dans le marche
- 4 Reformes du Secteur Financier de l'Etat
  - a Introduire tous les instruments du Tresor en bourse
  - b. Abandonner la souscription obligatoire
  - c. Liberer les taux du Tresor
  - d. Fiscalite equilibree des instruments financiers
- 5 Fonds monetaires et marche Inter-bancaire
- 6 Nouveaux instruments financiers
  - a. Integrer les obligations aux privatisations
  - b. Encourager l'emission d'obligations par les societes
  - c. Creer des instruments hybrdes
  - d. Introduire les titres hypothecaires
- 7 Creer une agence de recherche financiere et de credit
- 8 Auto-supervision des Intermediaires de Bourse
- 9 Assurer les bonnes operations du CDVM et de la BVC - CDVM
  - a. Information transparente et publique
  - b. Centralisation electronique de la compensation
  - c. Conditions d'inscription a la cote elargies
  - d. Elimination des cessions directes
  - e. Emissions secondaires par les societes cotees a la BVC
- 10 Nantissement des titres
- B. 1 Cibler les investisseurs
  - a. Cible A: menages urbains privilegies
  - b. Cible B: RME
  - c. Attirer les investisseurs internationaux
- 2 Creer profil d'investisseurs et index d'actionariat
  - a Profil des investisseurs
  - b Index de l'actionariat
- 3 Creer un Fonds Salarial d'Epargne par Actions (FSEA)
- 4 Credibiliser les investisseurs institutionnels
- C. 1 Mener des campagnes regulieres de Relations Publiques
  - Bulletin mensuel
  - Presentation televisee des privatisations prevues
  - Mediatiser les privatisations en cours
  - Reportages televises frequents
  - Information hebdomadaire par Minitel
  - Vacances de privatisation
  - Actionariat RME
- 2 Seminaires informatifs sur l'expansion de l'actionariat
- 3 Seminaire pour les medias
- 4 Programme educationnel televise

- MP
- MP  
MP. Com. Transf., Org. Eval.
- MP, BVC, Chefs de File
- MP, SNI, BNDE, CIH  
CDG, CNSS, etc.
- MF, CDVM, BVC  
Al Maghnb, MF  
Al Maghnb, MF
- CDVM, BVC, Secteur Prive
- CDVM, MP, Secteur Prive  
CDVM, MP, Secteur Prive  
CDVM, MP, Secteur Prive  
MF, CDVM, CIH  
CDVM, BVC, AIB, Secteur Priv  
AIB, Secteur Prive
- MF  
MP, CDVM, BVC, Secteur Priv  
CDVM, BVC  
MP, BVC, Secteur Prive  
CDVM, BVC  
CDVM, BVC, Secteur Prive  
MF, Secteur Prive
- MP, BVC, Chefs de File  
MP, BVC, Chefs de File  
MP, BVC, Chefs de File  
MP, Chefs de File  
MP, Chefs de File  
MP  
MP, MF, MRME
- MP  
MP, RTM  
MP, Media  
MP, RTM  
MP  
MP  
MP, MRME  
MP  
MP, CDVM  
MP, RTM/2M, RECOM

97

**Appendice 1**      **Acronymes**

AIB	Association des Intermédiaires de Bourse
BCM	Banque Commerciale du Maroc
BCP	Banque Commerciale Populaire
BMCE	Banque Marocaine du Commerce Extérieur
BMCI	Banque Marocaine pour le Commerce et l'Industrie
BNDE	Banque Nationale de Développement Economique
BVC	Bourse des Valeurs de Casablanca
CCG	Caisse Centrale de Garanties
CDM	Crédit du Maroc
CDVM	Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières
CEN	Caisse d'Epargne Nationale
CIH	Crédit Immobilier et Hôtelier
CNCA	Caisse Nationale de Crédit Agricole
CNSS	Caisse Nationale de Sécurité Sociale
COB	Commission des Opérations de Bourse
CSF	Corporate Stock Fund
CTM-LN	Compagnie de Transport Marocain - Lignes Nationales
Dh, DH	Dirham
E.N.	Emprunts Nationaux
FF	Franc Français
IB	Intermédiaires de Bourse
IMF	International Monetary Fund
IPO	Initial Public Offering
M.P.	Ministère de la Privatisation
M.F.	Ministère des Finances
ODI	Office de Développement Industriel
ONA	Omnium Nord Africain
OPCVM	Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
OPV	Offre Publique de Vente
PR ou RP	Relations Publiques
RME	Résidents Marocains à l'Etranger
S.A.	Société Anonyme
SEC	Securities Exchange Commission
SGMB	Société Générale Marocaine de Banque
SNI	Société Nationale d'Investissement
USAID	United States Agency for International Development

**Appendice 2**      **Entrevues Conduites au Maroc et aux Etats-Unis**

A.      Institutions Financières

i.      **Al Amane - L'Entente**

M. Mohamed El Mehdi Boughaleb  
Président Directeur Général  
Casablanca

ii.     **Bank Al-Amal**

M. Ahmed Aouam  
Fondé de pouvoirs  
Casablanca

M. Ahmed Rida Tadili  
Sous-directeur  
Casablanca

iii.    **Bank Al-Magnrib**

M. Ahmed Bennani  
Directeur Central  
Département des Etudes  
Rabat

iv.     **Banque Centrale Populaire (BCP)**

M. Eric Aouani  
Direction Centrale de Comptabilité Financière  
Cellule Marché de Capitaux  
Casablanca

Mme Asma Bellamine  
Directrice  
Direction des Etudes  
Casablanca

M. Mohamed Belqiz  
Directeur Commercial  
Casablanca

M. Youssef Ibnabdeljalil  
Directeur Central du Marketing  
Casablanca

v. **Banque Commerciale du Maroc (BCM)**

M. Youssef Alaoui  
Responsable de Département des crédits  
d'Investissement et de l'Ingénierie Financière  
Casablanca

M. Ali Iben Mansour  
Directeur Général  
Casablanca

M. Rachid Tlemcani  
Département des Crédits d'Investissement et de l'Ingénierie Financière  
Casablanca

vi. **Banque Marocaine du Commerce Extérieur (BMCE)**

M. Mamoun Belghiti  
Directeur Général  
Département Crédit et Trésorerie  
Casablanca

M. M'Fadel El Halaïssi  
Sous-directeur  
Direction de l'Investissement et du Crédit  
Département Investissement et Restructuration  
Casablanca

vii. **Banque Marocaine pour le Commerce et l'Industrie (BMCI)**

Melle Ahlam Abakhti-Mchachi  
Direction Générale  
Département des Affaires Financières et de la Trésorerie  
Casablanca

M. Omar Akalay  
Vice-Président Directeur Général  
Casablanca

M. Mohamed Nour-Eddine Mrini  
Chef du Département des Affaires Financières et de la Trésorerie  
Casablanca

M. Ahmed Ouadoud  
Chef de Département Titres et Caisses  
Casablanca

viii. **Banque Nationale pour le Développement Economique (BNDE)**

M. Mohamed Aïssaoui  
Directeur Général Adjoint  
Rabat

M. Mohamed Jafari  
Adjoint au Chef du Département de Crédits Spécialisés et de la Promotion  
Rabat

ix. **Bourse des Valeurs de Casablanca (BVC)**

M. Abderrazak Laraki  
Directeur Général  
Casablanca

x. **Caisse de dépôt et de Gestion (CDG)**

M. Ahmed Darouich  
Directeur des Etudes et de la Formation  
Rabat

Mme Samira Dassouli  
Directeur Adjoint  
Adjoint du Directeur Financier  
Rabat

M. Youssef Iraqui Houssaini  
Directeur Financier  
Rabat

**xi. Casablanca Finance Group (CFG)**

M. Aryn Alami  
Administrateur Délégué  
Casablanca

M. Adil Douiri  
Administrateur Délégué  
Casablanca

**xii. Crédit du Maroc (CM)**

M. Mustapha Moussaoui  
Directeur de l'Exploitation  
Casablanca

**xiii. Groupement pour l'Investissement et le Développement**

M. Noredine Rabhi  
Secrétaire Général  
Rabat

**xiv. Société Financière Internationale (SFI, IFC)**

M. Pierre Sala  
Représentant Régional pour l'Afrique du Nord  
Casablanca

M. Younès Marrakchi  
Investment Officer  
Casablanca

Mme Yasmin Saadat  
Regional Economist  
Central Asia, Middle East and North Africa  
Washington, D.C.

xv. **Moussahama, S.A.-S.P.P.P.**

M. Jalal Alaoui  
Directeur  
Casablanca

M. Saad Bendidi  
Directeur Général  
Casablanca

xvi. **Société Générale Marocaine de Banques (SGMB)**

M. Abdennaji Eddahar  
Sous-Directeur Adjoint  
Département des Titres  
Casablanca

M. Abderrahim Rhiati Slih  
Secrétaire du Conseil  
Chargé des Filiales et Participations  
Casablanca

xvii. **Société Nationale d'Investissement (SNI)**

M. Abdelhai Bouchareb  
Chargé de Mission  
Casablanca

M. Abdelkrim Lahlou  
Directeur Général Adjoint  
Casablanca



xviii. **The World Bank**

M. Charles P. Humphreys  
Principal Economist  
Maghreb Department  
Middle East and North Africa Region  
Washington, D.C.

M. Ali M. Khadr  
Senior Country Economist for Morocco  
Maghreb Department  
Middle East and North Africa Region  
Washington, D.C.

xix. **WAFABANK**

M. Hassan Bousbaa  
Division Marketing des Particuliers  
Casablanca

M. Abdelhak Erakhmi  
Chef du Département, Gestion de Fonds  
Casablanca

M. Ahmed Harti  
Chef du Département des Titres  
Casablanca

M. Mustapha Nafakh Lazraq  
Directeur du Groupe  
Marché des Particuliers et des Professionnels  
Casablanca

**B. Ministères du gouvernement du Maroc**

i. **Ministère de l'Intérieur (MOI)**

Dr. Chemaou El Fihri  
Mohammed El Mountassir  
Administrateur  
Rabat

ii. **Ministère des Finances (M.F.)**

M. Youssef Allal Albakhti  
Chef de la Division des Banques et du marché des capitaux  
Direction du Trésor et des finances extérieures  
Rabat

M. Barki  
Chef de la Division du Trésor et des Marché  
Rabat

M. Aissa El Mauioui  
Attaché de Direction  
Office des Changes  
Rabat

M. Abdeljalil Faddili  
Direction des Etablissements Publics et Privatisations  
Rabat

M. Abdellatif Faouzi  
Adjoint au Directeur  
Direction du Trésor  
Rabat

M. Rachid Haboub  
Chef de la Section Marché des Capitaux  
Direction du Trésor  
Rabat

M. Abdelouahed Kabbaj  
Adjoint du Directeur  
Direction des Etablissements Publics et des Participations  
Rabat

M. Abdallah Khial  
Chef de la Division des Etudes Juridiques et Techniques  
Direction des Assurances et de la Prévoyance Sociale  
Rabat

M. Mohamed Kourti  
Chef du Service de la Dette Intérieure  
Direction du Trésor  
Rabat

Mme Zoulikha Nasri  
Adjoint du Directeur  
Direction des Assurances et de la Prévoyance sociale  
Rabat

M. Ouassini Ramdane  
Directeur  
Direction des Etablissements Publics et de Participations  
Rabat

M. Thami Yahyaoui  
Inspecteur des Finances  
Chef de Division  
Rabat

iii. **Ministère de la Privatisation**

M. Hassan Amrani  
Directeur de la Privatisation  
Chargé de Mission auprès du Premier Ministre  
Département de la Privatisation  
Rabat

M. Abdelkader Belkeziz  
Chargé de Mission

M. Abdesselam El Ftouh  
Détaché auprès du Département de la Privatisation  
Rabat

M. Olivier Fremond  
Price Waterhouse  
Détaché auprès du département de la Privatisation  
Rabat

M. Alfred Saulniers  
Price Waterhouse  
Détaché auprès du département de la Privatisation  
Rabat

**C. Autres entretiens**

i. **M. Omar Azzinian**  
Docteur en Droit  
Avocat Conseil (Agréé près la Cour Suprême)  
Rabat

ii. **Cabinet Royal**

M. Hicham Senoussi  
Chargé de Mission  
Rabat

M. Mostafa Terrab  
Chargé de Mission  
Rabat

iii. **Confédération Générale Economique Marocaine**

M. Abderrahmane Bennani-Smires  
Président  
Casablanca

iv. **Conseiller Royal**

M. André Azoulay  
Rabat

iv. **Dibrina S.A.**

M. Mustapha Chegdali  
Directeur Financier  
Casablanca

v. **Ambassade du Maroc à Washington**

M. Rachid Aguassim  
First Secretary  
Washington, D.C.

vi. **Filatis**

M. Bentaibi Monsef  
Diplômé Expert Comptable  
Directeur Financier  
Casablanca

vii. **Groupe LMS Conseil/LMS Marketing**

Mme Oumnia Benjellun  
Consultante  
Casablanca

M. Abdenbi Louitri  
Administrateur Délégué  
Consultant en Marketing  
Casablanca

viii. **Grupo Tavex/Settavex, S.A.**

M. Abdelmajid Ben Sassi  
Responsable Service Risques  
Settat

- ix. **Groupement Professionnel des Banques du Maroc**
- M. El Hadj Chaibainou  
Délégué Général Adjoint  
Casablanca
- x. **Inter American Mngement Consulting Group (IMCC)**
- M. Alain de Maynadier  
Principal Conseiller Financier  
Casablanca
- xi. **Radio Télévision Marocaine (RTM)**
- M. Mohamed Boudkhili  
Rabat
- M. A. Moufakir  
Rabat
- xii. **Société de Production RECOM**
- M. Thami El Ghorfi  
Directeur Général  
Casablanca
- xii. **Shem's Publicité**
- M. Nouredine Ayouch  
Président  
Casablanca

**C. United States Agency for International Development (USAID)**

M. Abderrahim Bouazza  
Economiste  
Division des Programmes  
Rabat

M. Martin Dagata  
Mission Director  
Rabat

M T. Mark Kraczkiewicz  
Economiste  
Rabat

Mme Susan Riley  
Project Officer  
Rabat

**Appendice 3**      **Bibliographie**

Rapport annuel, Bank Al-Maghrib, Rabat 1990 et 1991.

Rapport annuel, Caisse de Dépôt et de Gestion, Rabat, 1992.

Rapport annuel, National Bank for Economic Development (BNDE), Rabat, 1990 et 1991.

Rapport annuel, Société Nationale d'Investissement (SNI), Rabat, 1990 et 1991.

Berrada, Mohamed Azzedine: Les Techniques de Banque et de Crédit au Maroc. Casablanca, 3ème édition 1991.

Bouachik, Ahmed: Les privatisations au Maroc. Morocco Printing and Publishing Co., Rabat, 1993

Cao, Andrew D.: Privatization of State-Owned Enterprises : A Framework for Impact Analysis. Exposé présenté à la réunion des experts sur la privatisation, Programmes de développement des Nations Unies, Genève, Suisse, Août 1992.

Gates, Jeffrey R.: ESOP's in Privatization. Mémoire présenté au Ministère du Commerce de l'Industrie et de la Privatisation, Rabat, daté du 28 octobre 1992.

Godron, Olivier.: La Fiscalité des Instruments Financiers au Maroc. Washington, D.C., World Bank, Février 1992.

Royaume du Maroc, Bureau pour le développement industriel. A guide for Investors. Rabat. Non daté.

Royaume du Maroc, Ministère du Commerce, de l'Industrie et de la Privatisation. Text of Law No. 39-89 and Decrees Authorizing the Transfer of Public Enterprises to the Private Sector. Rabat, Octobre 1990.

Kraczkiewicz, Marc: Income Distribution in Morocco. USAID/Rabat. Article non publié. Réf: Prog/Econ, incds. 13 juin 1993.

La Vie Economique, "Le Maroc, marché financier en émergence", No. 3723, 30 juillet 1993 et divers articles sur le secteur financier du Maroc, Casablanca.



Libération. "Les tendances et les formes de l'épargne au Maroc", Rabat, Jeudi 25 février 1993.

Price Waterhouse. Information Guide: Doing Business in Morocco. Washington, D.C., 1991.

Price Waterhouse. Projet de développement du secteur financier. Morocco Stock Exchange Development. Rapport final pour USAID/Maroc, mai 1991.

Price Waterhouse. Projet d'assistance du secteur de privatisation, Economic Impact Analysis. Avant-projet pour USAID/Maroc, avril 1992.

Royaume du Maroc. Bulletin Officiel. Etablissement de crédit, Dahir no. 1-93-147 du 15 moharrem 1414 (6 juillet 1993), No. 4210, Rabat, 7 juillet 1993.

Royaume du Maroc. Bulletin Officiel, Experts comptables - Réglementation de la profession, Dahir no. 1-29-139 du reheb 1413 (8 janvier 1993), No. 4188, Rabat, 3 février 1993.

Royaume du Maroc. Bulletin Officiel, L'impôt sur les sociétés. Loi 24-86, No. 3873, 21 janvier 1987.

Royaume du Maroc. Ministère des Affaires Economiques et Sociales. Annuaire Statistique du Maroc, 1992. Direction de la Statistique, Rabat, 1992.

Royaume du Maroc. Ministère des Affaires Economiques et Sociales, Enquête sur le Niveau de Vie des Ménages, 1992. Direction de la Statistique, Rabat, 1992.

Royaume du Maroc. Ministère des Finances, Direction des Assurances et de la Prévoyance Sociale. Compte-Rendu de l'Activité des Entreprises d'Assurance et de Réassurances. 1990. Rabat, 1990.

Royaume du Maroc. Ministère des Finances, Réforme de la Bourse des Valeurs de Casablanca. Versions non publiées, 1991 et 1992.

Royaume du Maroc. Ministère du Commerce, de l'Industrie et de la Privatisation. Projet de Communication des Opérations de Privatisations, Phase 4, Post Test de la campagne générique (1ère vague). Rapport des Résultats. LMS Marketing, Casablanca, 4 juin 1993.

Royaume du Maroc. Office des Changes, Convertibilité du Dirham pour les opérations Courantes, Circulaire, Rabat, 22 janvier 1993.

Saulniers, Alfred H.: Morocco: Setting for and Lessons from Privatization. Exposé présenté au séminaire de Salzburg, "Restructuring of Economic Growth", janvier 1992.

Saulniers, Alfred H.: Privatization in Morocco: Constraints and Impacts. Exposé présenté à la Réunion des experts sur la Privatisation: Contraintes et Impacts, Genève, Suisse, Août 1992.

**ANNEXES au RAPPORT sur  
L'ELARGISSEMENT de L'ACTIONNARIAT INDIVIDUEL  
au MAROC**

*Les Annexes au rapport sur l'Elargissement de l'Actionnariat Individuel, utilisables séparément ou en conjonction avec ce rapport, sont organisées par figures suivies de leurs tables respectives et couvrent:*

- 1. Cible des investisseurs locaux**
- 2. Analyse de l'actionnariat et de l'investissement**
- 3. Analyse des emprunts du Trésor**
- 4. Analyse du Secteur Bancaire**
- 5. Analyse comparative des marchés boursiers émergents**
- 6. Analyse de la BVC**
- 7. Implications pour le Futur**

***Price Waterhouse***



**ANNEXES au RAPPORT sur  
l'ELARGISSEMENT de l'ACTIONNARIAT INDIVIDUEL  
au MAROC**

*Les Annexes au rapport sur l'Elargissement de l'Actionnariat Individuel, utilisables séparément ou en conjonction avec ce rapport, sont organisées par figures suivies de leurs tables respectives et couvrent:*

- 1. Cible des investisseurs locaux**
- 2. Analyse de l'actionnariat et de l'investissement**
- 3. Analyse des emprunts du Trésor**
- 4. Analyse du Secteur Bancaire**
- 5. Analyse comparative des marchés boursiers émergents**
- 6. Analyse de la BVC**
- 7. Implications pour le Futur**

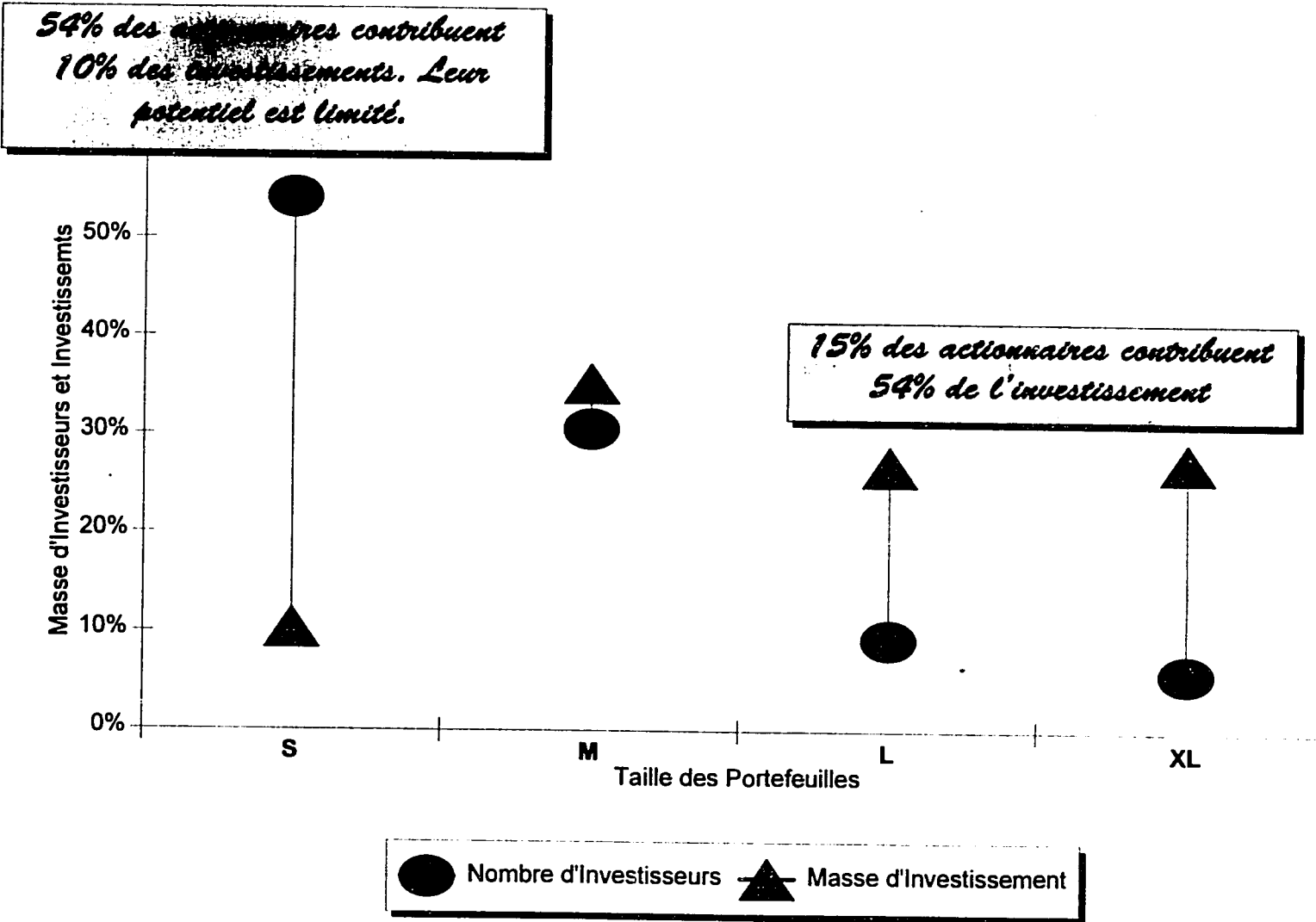
## 1. Cible des Investisseurs Locaux

Cette cible est définie par rapport à la population sur les bases suivantes:

- **l'analyse historique des investisseurs et de l'investissement en '79 au Maroc** ancre le besoin d'étudier le nouvel actionnariat individuel et met en évidence le levier réduit des petits investisseurs;
- **l'analyse de la consommation des ménages** (rendue nécessaire par le manque de données sur les revenus) cerne la cible des investisseurs aux premiers 20% des ménages urbains;
- **l'analyse de la demande pour les actions Wafa et CTM**, exprimée sous forme de coefficients de population, confirme que la cible principale est la population urbaine de la région du Centre.

# INVESTISSEURS et INVESTISSEMENT

Parts Relatives des Portefeuilles '79



11

# INVESTISSEURS INDIVIDUELS

1979-1993

SOURCES:

Etude des Investisseurs à La BVC, 1984

Données de la BVC, WAFA et MCIP (1993)

## Valeur des Portefeuilles (mille Dh. '92)

		< 25	25-125	125-250	> 250	TOTAL	Population (mille)	
Valeur Moyenne (mille Dh.):		12.5	75	187.5	300		Totale	Urbaine
Investisseurs:	1979	4,582	2,586	791	504	8,463	16,926	7,606
	Repartition:	54%	31%	9%	6%	100%	0.05%	0.11%
	1993 (base répartition '79)						25,002	12,300
	WAFA	1,361	768	235	150	2,513	0.01%	0.02%
	CTM	3,788	2,138	654	417	6,997	0.03%	0.06%
	CIOR *	8,489	4,791	1,466	934	15,680	0.06%	0.13%
	Locaux	13,638	7,697	2,354	1,500	25,190	0.10%	0.20%
	RME					7,628		
	TOTAL **	13,638	7,697	2,354	1,500	32,818	0.13%	0.27%

Densité Urbaine d'Investissement	
1979	0.11%
1993	0.27%

\* Données préliminaires

\*\* Le rôle prépondérant des chefs de file permettrait d'additionner les résultats de WAFA, CTM et CIOR

## Masse d'Investissement Individuel (en million Dh.) par taille de portefeuille:

1979	57	194	148	151	551
Repartition:	10%	35%	27%	27%	100%
1993 (base répartition '79)					
WAFA	19	63	48	49	180
CTM	9	31	24	24	89
CIOR *	26	89	68	69	252

\* Données préliminaires

## Investissement Urbain Moyen en actions:

(en Dh. par personne urbaine)

1979	72
1993	WAFA 15
	CTM 22
	CIOR * 42

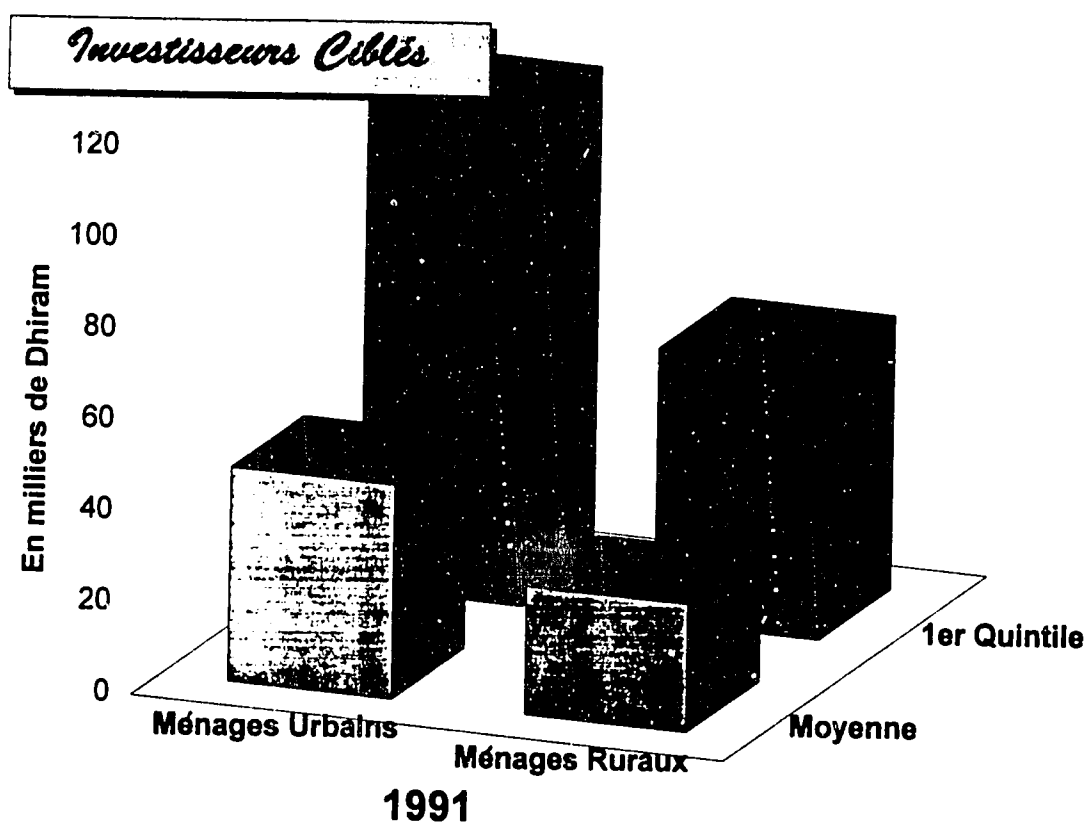
## Valeur Moyenne du Portefeuille (mille Dh.):

1979	65
1993	WAFA 72
	CTM 13
	CIOR * 16

211

# CONSOMMATION ANNUELLE DES MENAGES

Données Urbaines et Rurales (1991)





## CONSOMMATION des MENAGES ('91)

### Consommation Moyenne des Ménages

(Dh. mille)	TOTAL	PREMIER QUINTILE
Population Nationale	38,1	88,3
Population Urbaine	47,0	107,5
Population Rurale	28,2	60,0

### Consommation du Premier Quintile

Les 20 premiers % des Ménages consomment 44,3% du total national

dont:

les premiers 20% des Ménages Urbains:	29,7%
les premiers 20% des Ménages Ruraux:	14,6%

### Consommation du Premier Quintile Urbain

1,8 fois celle des Premiers Ménages Ruraux
2,3 fois celle du Ménage Urbain Moyen
2,8 fois celle du Ménage Marocain Moyen

**CONSOMMATION - Niveau de Vie des Menages**

Donnees de la Direction de la Statistique, 1991

DAMM: Depense Annuelle Moyenne par Menage

Toute disparite des chiffres provient des donnees de base

**POPULATION TOTALE:**

25.0 MILLIONS (M) D'INDIVIDUS

4.4 millions de Menages

169.5 milliards de Dh. de Consommation

Decile	DAMM	Individus		Menages (milliers)		Consommation (Dh. Milliard)
		%	M	indiv/menage	menages	
9	62.9	12.26	3.07	6.88	445	28.0
10	114.4	12.57	3.14	7.27	432	49.5
<b>TOTAL</b>		<b>24.83</b>	<b>25</b>		<b>878</b>	<b>77.5</b>

<b>Consommation Moyenne des Menages (milliers de Dh.):</b>	<b>38.1 (total)</b>
	<b>88.3 (premier quintile)</b>

**POPULATION URBAINE:**

12.3 MILLIONS (M) D'INDIVIDUS

2.4 millions de Menages

110.7 milliards de Dh. de Consommation

ou: 49.2% de la population totale  
53.0% de la totalite des menages  
65.3% de la consommation globale

Decile	DAMM	Individus		Menages (milliers)		Consommation (Dh. Milliard)
		%	M	indiv/menage	menages	
9	77.7	12.38	1.52	6.37	239	18.6
10	138.5	12.31	1.51	6.59	230	31.8
<b>TOTAL</b>		<b>24.69</b>	<b>3.04</b>		<b>469</b>	<b>50.4</b>

<b>Consommation Moyenne des Menages Urbains (milliers Dh.):</b>	<b>47.0 (total)</b>
	<b>107.5 (premier quintile)</b>

**POPULATION RURALE:**

12.7 MILLIONS (M) D'INDIVIDUS

2.1 millions de Menages

58.8 milliards de Dh. de Consommation

ou: 50.8% de la population totale  
47.0% de la totalite des menages  
34.7% de la consommation globale

Decile	DAMM	Individus		Menages (milliers)		Consommation (Dh. Milliard)
		%	M	indiv/menage	menages	
9	44.3	14.07	1.79	8.68	206	9.1
10	75.7	14.85	1.89	9.19	205	15.5
<b>TOTAL</b>		<b>28.92</b>	<b>3.67</b>		<b>411</b>	<b>24.7</b>

<b>Consommation Moyenne des Menages Ruraux (milliers Dh.):</b>	<b>28.2 (total)</b>
	<b>60.0 (premier quintile)</b>

<b>Consommation du premier Quintile:</b>	<b>44.3% de la Consommation Globale, dont:</b>	<b>Urbain 29.7%</b>
		<b>Rural: 14.5%</b>

<b>Consommation du premier Quintile Urbain:</b>	<b>1.8 fois celle du premier Quintile Rural</b>
	<b>2.3 fois celle du Menage Urbain Moyen</b>
	<b>2.8 fois celle du Menage Moyen</b>

## LISTE DES CATEGORIES PROFESSIONNELLES

### **CLASSE SUPERIEURE A**

Dirigeants de grandes entreprises (Banques, Assurances etc)

Membres des professions libérales installés dans un quartier résidentiel ou en centre-ville et ayant un minimum de 10 ans d'ancienneté.

Médecins ( spécialistes), Psychologues, Pharmaciens, Dentistes, vétérinaires  
kinésithérapeutes ...  
Avocats, Notaires avec propre cabinet  
Architectes  
Experts comptables  
Pilote

Hauts fonctionnaires ( Echelle 11 )

Juges  
Procureurs  
Contrôleurs financiers  
Enseignants du supérieur ( professeurs et maître de conférence )  
Médecins Santé Publique (chef de service professeurs agrégés)

Cadres supérieurs responsables

Administrateurs délégués / DG / Dirigeants  
Fondés de pouvoir dans grandes entreprises  
Chefs du Personnel dans grandes entreprises  
Chefs comptables dans grandes entreprises  
Chefs de division dans grandes entreprises  
Chefs de département dans grandes entreprises  
Ingénieurs  
Directeurs (financiers, commerciaux, techniques, de personnel ,  
administratif...) dans grandes entreprises  
Secrétaires généraux

Grands commerçants ( propriétaires -gérants )

Grossistes,  
Demi-grossistes

Commerçant

Grands propriétaires ( promoteurs )

Armateurs  
Promoteurs immobiliers

Grands agriculteurs

BEST AVAILABLE DOCUMENT

## **CLASSE SUPERIEURE B**

### Gérants de petites et moyennes entreprises

### Membres des professions libérales installés dans un quartier populaire ou débutants

Médecins généralistes, pharmaciens, Dentistes, vétérinaires, etc  
Avocats, Notaires,  
Architectes  
Experts comptables

### Fonctionnaires (Echelle 10 )

Inspecteurs des finances débutants  
Commissaires aux comptes débutants  
Commissaires de police  
Médecins de la Santé Publique (sans responsabilité administrative)  
Enseignants du supérieur ( maître assistant et assistant  
Directeurs de lycée (Ayant 20 ans d'ancienneté)  
Enseignants de lycée (Ayant 20 ans d'ancienneté)

### Cadres supérieurs

Attachés de direction d'une grande entreprise (ex : banque/grande  
entreprise industrielle etc ...)  
Chefs de service d'une grande entreprise (ex : une banque)  
Chargés d'études  
Journalistes / Rédacteurs  
Directeur de banques (Agences)  
Secrétaires et assistantes ( les vraies) de Direction dans Grandes Entreprises.  
Chefs du personnel  
Chefs de service , de département dans moyenne entreprises

### Commerçants

Détaillants employant plus de 5 personnes

### Agriculteurs propriétaires moyens

## **CLASSE MOYENNE C**

### Propriétaires et dirigeants de petites entreprises

#### Cadres moyens

Techniciens / Ouvriers qualifiés  
Agents de maîtrise, contremaîtres  
Représentants , Technico-commerciaux  
Comptables  
Programmeurs  
Traducteurs et interprètes (indépendants)  
Dessinateurs  
Analystes  
Archivistes  
Employé

#### Fonctionnaires moyens

Inspecteurs de police / Agents de police  
Directeurs : collège , lycée, école  
Infirmiers(es), sage-femmes  
Enseignants du secondaire

#### Commerçants moyens employant moins de 5 personnes

Indépendants dans services personnels ( Blanchisseurs, teinturiers ,  
coiffeurs  
Commerçants détaillants Tout produits (moins de 5 employés)

#### Artisans (avec local et moins de 5 employés)

Réparateurs d'automobiles  
Menuisiers

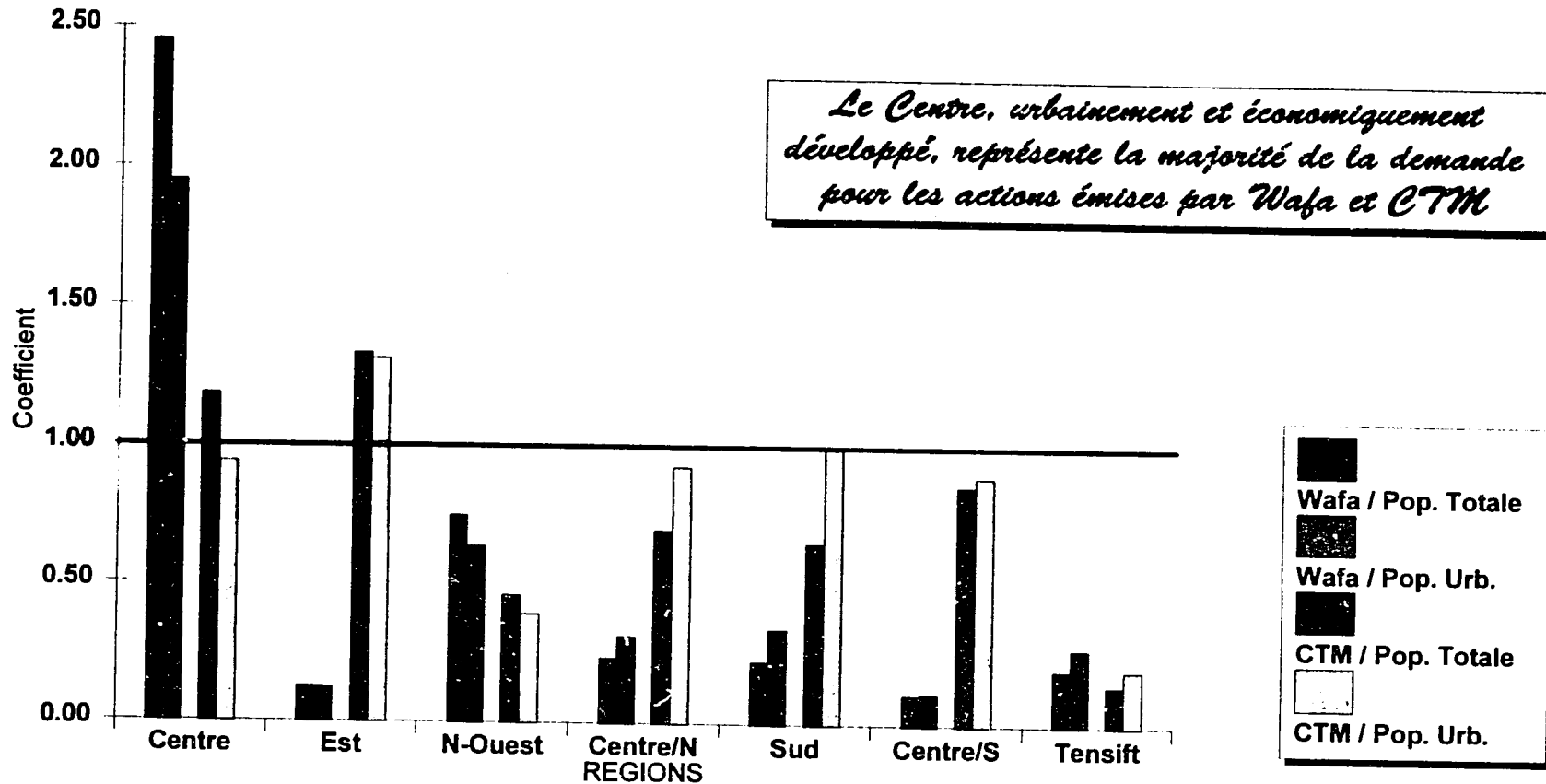
## **CLASSE POPULAIRE**

## **D**

Artisans (coiffeurs , menuisiers des quartiers populaires ...)  
Petits commerçants (épiciers , bouchers )  
Employés de bureau  
Employés de commerce  
Facteurs  
Ouvriers Qualifiés / Spécialisés  
Agents de police  
Instituteurs  
Chauffeurs de taxi , de bus etc ....  
Dactylos , Sténos, télexistes , standardistes ...  
Ouvriers, manoeuvres  
"Chaouchs" / coursiers  
Concierges , gardiens d'immeuble  
Garçons de café , serveurs , cuisiniers

# COEFFICIENTS DE DEMANDE

## Population et Actions Wafa & CTM



*La BCP a généré une bonne répartition géographique de la Demande*

125

## DISTRIBUTIONS REGIONALES

Donnees provenant de la BVC, Wafa, BCP, et de la Direction de la Statistique

'91	REGIONS	Centre 1	Est 2	N-Ouest 3	Centre/N 4	Sud 5	Centre/S 6	Tensift 7	TOTAL	RME
Population Urbaine (milliers):		4,309	918	3,004	1,044	951	846	1,226	12,298	
%		35%	7%	24%	8%	8%	7%	10%	100%	
Population Rurale (milliers):		2,657	919	2,198	1,784	2,014	940	2,210	12,722	
%		21%	7%	17%	14%	16%	7%	17%	100%	
Population Totale (milliers):		6,966	1,837	5,202	2,828	2,965	1,786	3,436	25,021	1,700
%		28%	7%	21%	11%	12%	7%	14%	100%	
Companies (unites):		3,161	232	1,112	457	250	183	335	5,730	
%		55%	4%	19%	8%	4%	3%	6%	100%	
Employes (milliers):		195	6	64	22	12	10	17	326	
%		60%	2%	20%	7%	4%	3%	5%	100%	
Ventes (milliards de Dh):		68.7	5.4	18.3	4.4	5.2	2.7	7.9	112.6	
%		61%	5%	16%	4%	5%	2%	7%	100%	
Investissements (milliards):		4,089	294	987	350	402	193	241	6,556	
%		62%	4%	15%	5%	6%	3%	4%	100%	
Agences Bancaires (unites):		387	86	228	98	122	52	75	1,048	
%		37%	8%	22%	9%	12%	5%	7%	100%	
Agents d'Assurance (unites):		287	25	114	36	27	25	42	566	
%		51%	4%	20%	6%	7%	4%	7%	100%	

	Centre 1	Est 2	N-Ouest 3	Centre/N 4	Sud 5	Centre/S 6	Tensift 7	TOTAL	RME
<b>Emission Wafa</b>									
Agences Bancaires (unites):	28	9	17	7	9	2	6	78	
%	36%	12%	22%	9%	12%	3%	8%	100%	
Nombre d'Investisseurs:	1,537	108	354	127	169	50	157	2,762	260
%	56%	4%	13%	5%	6%	2%	6%	100%	9%
Demande: milliers d'actions	2,289	31	521	88	88	26	92	3,347	212
%	68%	1%	16%	3%	3%	1%	3%	100%	6%
millions de DH:	459	6	104	18	18	6	18	671	42
%	68%	1%	15%	3%	3%	1%	3%	100%	6%

## Emission CTM

Agences Bancaires (unites):	67	25	49	29	35	18	18	241	
%	28%	10%	20%	12%	15%	7%	7%	100%	
Nombre d'Investisseurs:	?	?	?	?	?	?	?	11,094	4,097
%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	27%
Demande: milliers d'actions	454	135	132	108	106	85	27	1,375	328
%	33%	10%	10%	8%	8%	6%	2%	100%	19%

## 2. Analyse de l'Actionnariat et de l'Investissement

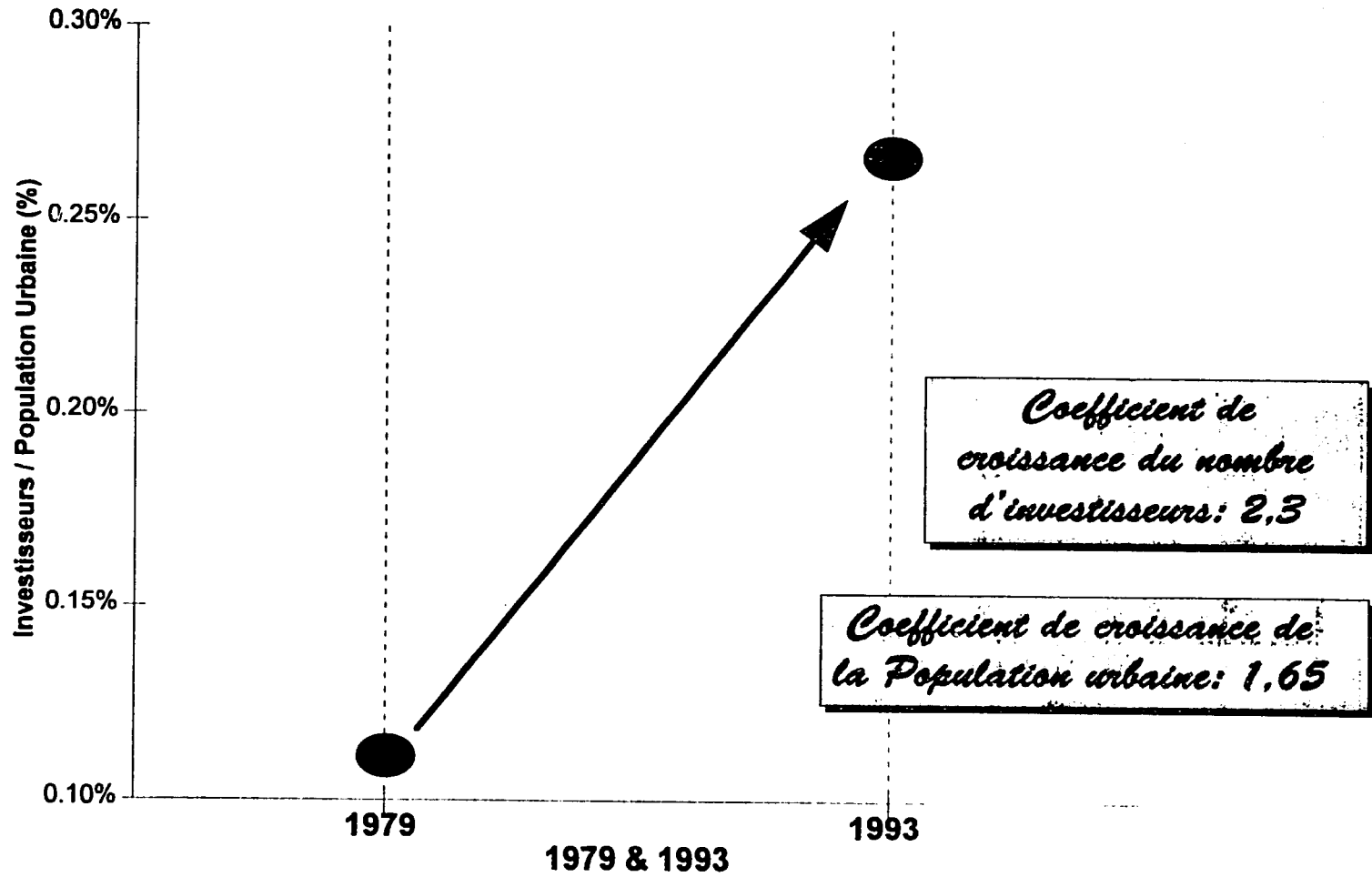
Se référant à l'actionnariat de 1979 et aux émissions récentes, cette analyse couvre:

- **la densité des investisseurs en milieu urbain** : elle est en croissance rapide;
- **le nombre d'investisseurs créés par les nouvelles émissions** : il dépasse déjà la base historique;
- **l'investissement moyen de la population urbaine** : il croît, sans avoir pourtant rejoint la base historique;
- **la taille moyenne des portefeuilles constitués par les investisseurs** : étant une fraction de la base historique, elle démontre la création d'un actionnariat plus populaire.



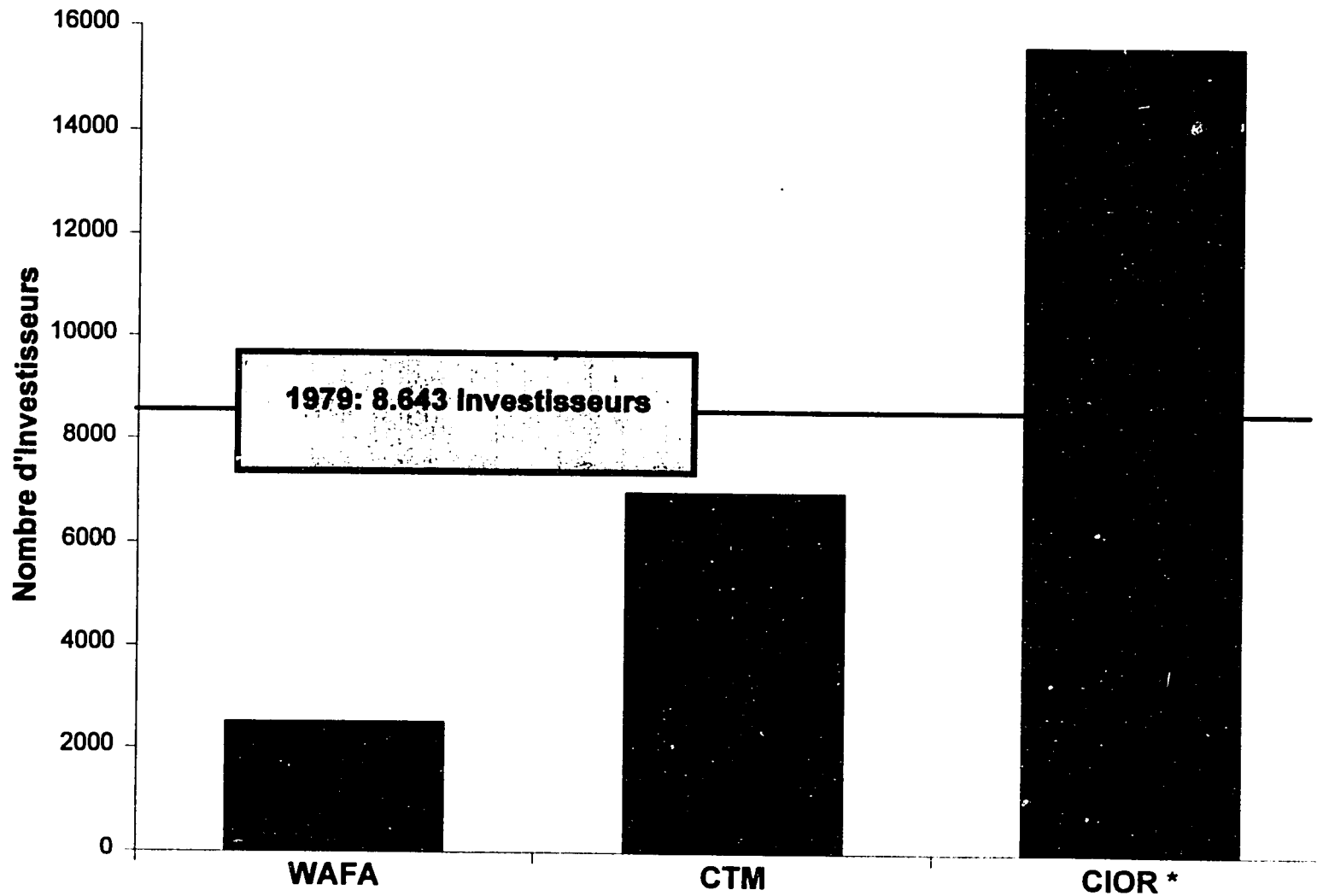
# DENSITE D'INVESTISSEURS

Investisseurs et Population Urbaine



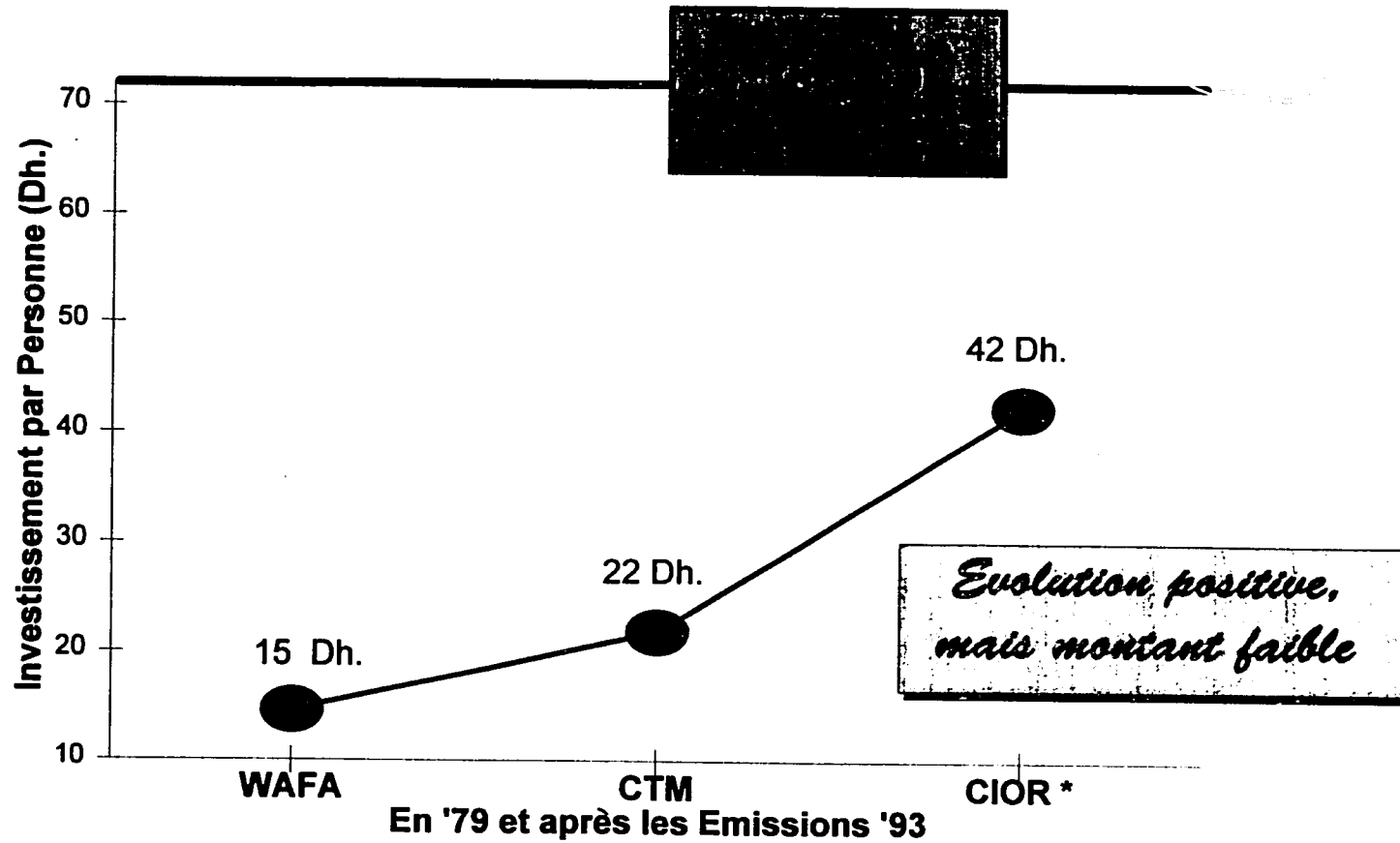
# LES NOUVEAUX INVESTISSEURS

Résultats par Emission

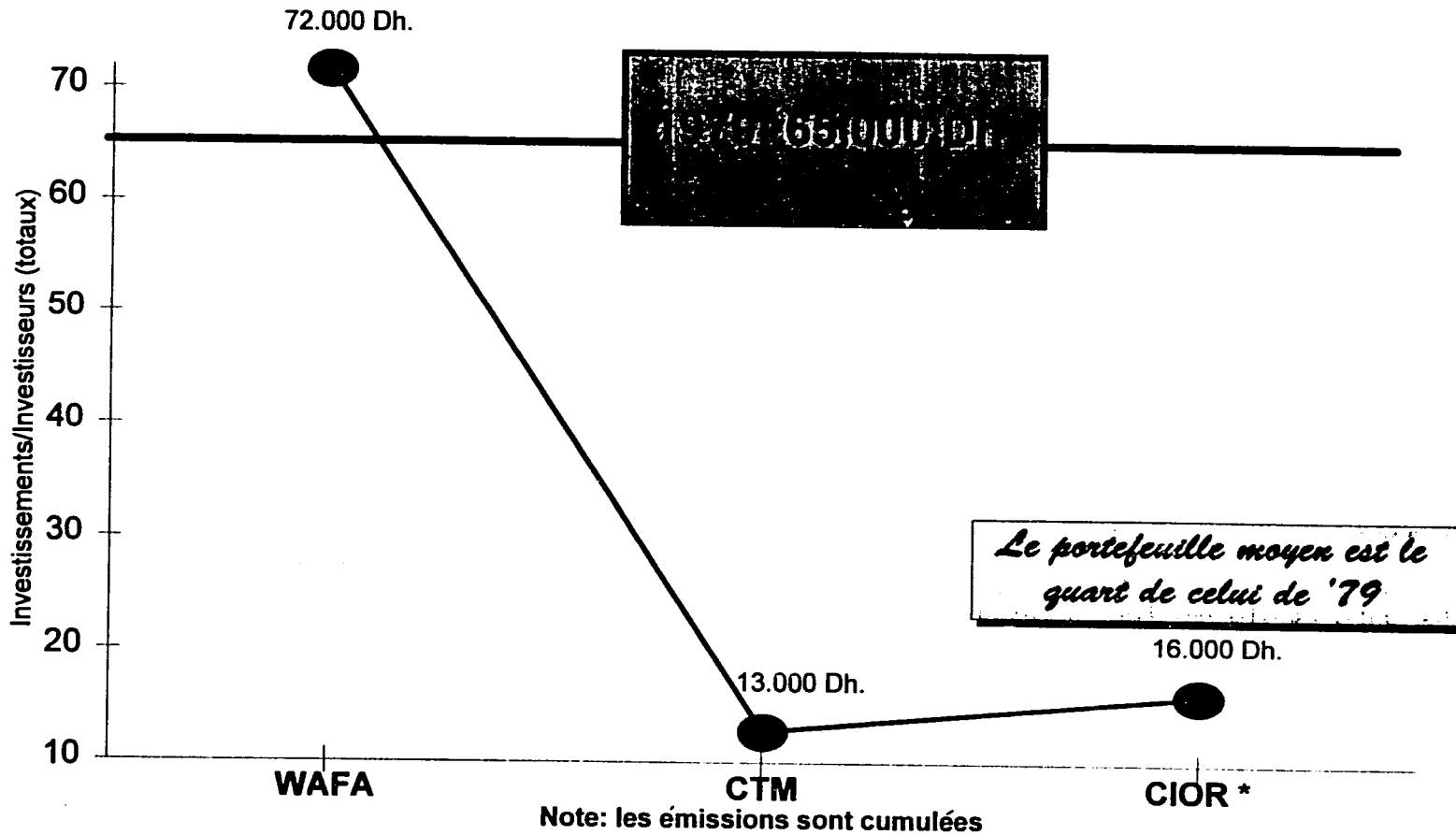


# INVESTISSEMENT MOYEN en ACTIONS

Par Rapport à la Population Urbaine



# TAILLE MOYENNE DU PORTEFEUILLE des Investisseurs Individuels: '79, 93



# INVESTISSEURS INDIVIDUELS

1979-1993

SOURCES:

Etude des Investisseurs et la BVC, 1984

Données de la BVC, WAFA & MCIP (1993)

## Valeur des Portefeuilles (mille Dh. '92)

Valeur Moyenne (mille Dh):	< 25	25-125	125-250	> 250	TOTAL	Population (mille)	
	12.5	75	187.5	300		Totale	Urbaine
<b>Investisseurs: 1979</b>	4,582	2,586	791	504	8,463	16,926	7,606
Repartition:	54%	31%	9%	6%	100%	0.05%	0.11%
<b>1993 (base repartition '79)</b>						25,002	12,300
WAFA	1,361	768	235	150	2,513	0.01%	0.02%
CTM	3,788	2,138	654	417	6,997	0.03%	0.06%
CIOR *	8,489	4,791	1,466	934	15,680	0.06%	0.13%
Locaux	13,638	7,697	2,354	1,500	25,190	0.10%	0.20%
RME					7,628		
<b>TOTAL **</b>	13,638	7,697	2,354	1,500	32,818	0.13%	0.27%

Densité Urbaine d'Investissement	
1979	0.11%
1993	0.27%

\* Données préliminaires

\*\* Le rôle prépondérant des chefs de file permettrait d'additionner les résultats de WAFA, CTM et CIOR

## Masse d'Investissement Individuel (en million Dh.) par taille de portefeuille:

<b>1979</b>	57	194	143	151	551
Repartition:	10%	35%	27%	27%	100%
<b>1993 (base repartition '79)</b>					
WAFA	19	63	48	49	180
CTM	9	31	24	24	89
CIOR *	26	89	68	69	252

\* Données préliminaires

Investissement Urbain Moyen en actions:	1979	1993
(en Dh par personne urbaine)	72	65
	WAFA	15
	CTM	22
	CIOR *	42

Valeur Moyenne du Portefeuille (mille Dh.):	1979	1993
	65	65
	WAFA	72
	CTM	13
	CIOR *	16

187

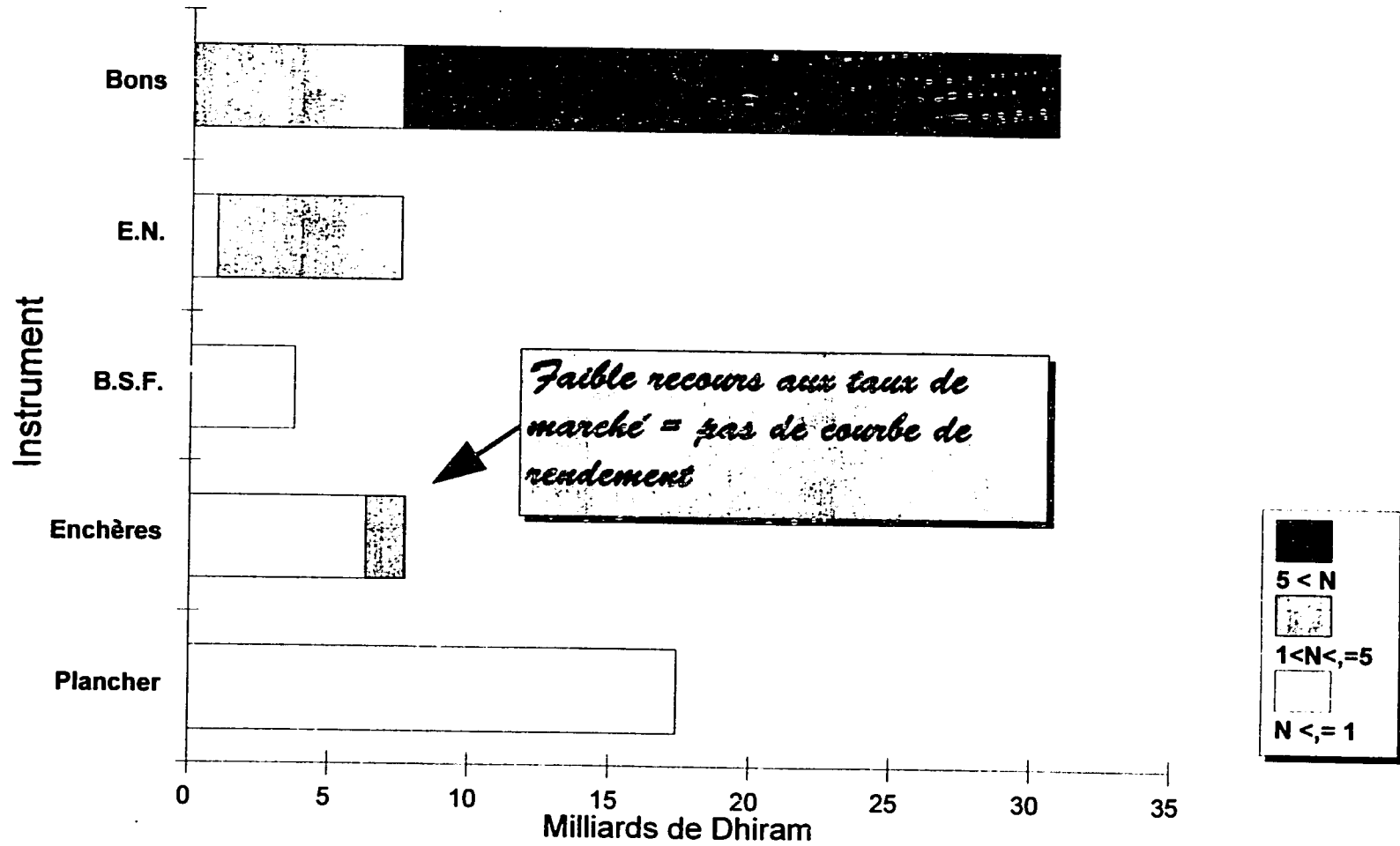
### 3. Analyse des Emprunts du Trésor

Concurrent principal à l'émission d'actions de sociétés privées, les émissions du Trésor sont analysées par:

- **Type d'instrument** : le faible recours actuel aux taux de marché ne permet pas le développement d'une courbe de rendement;
- **Type de Prêteur sur la période '90-92** : prépondérant, le recours aux banques croît avec les besoins du Trésor, et ceci par manque d'un marché des capitaux;
- **Type de Prêteur et Maturités**: le recours prépondérant aux banques concentre les emprunts du Trésor sur le court terme et comprime ainsi toute courbe de rendement.

# EMPRUNTS DU TRESOR - 1992

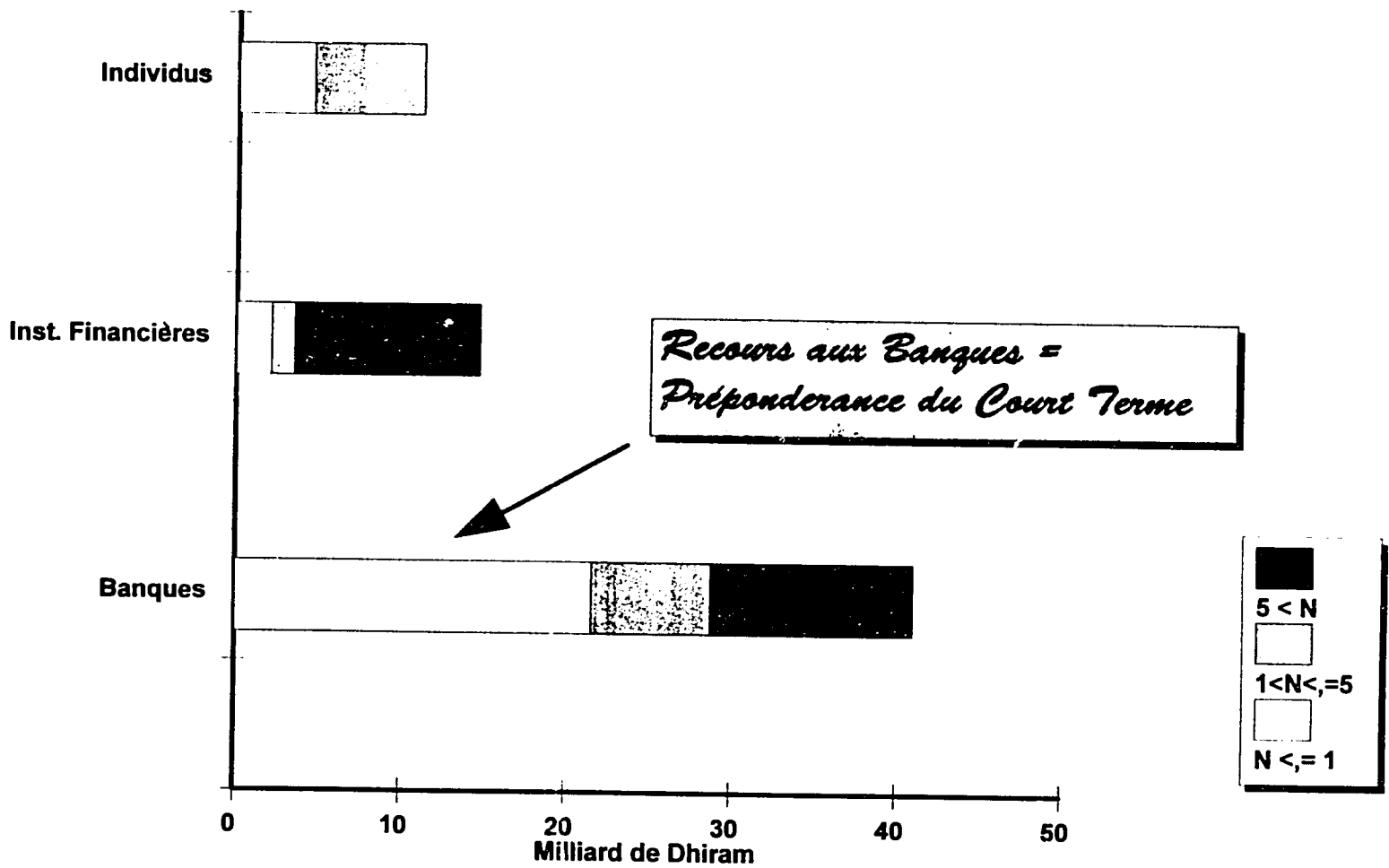
## Par Type d'Instrument



134

# EMPRUNTS DU TRESOR - 1992

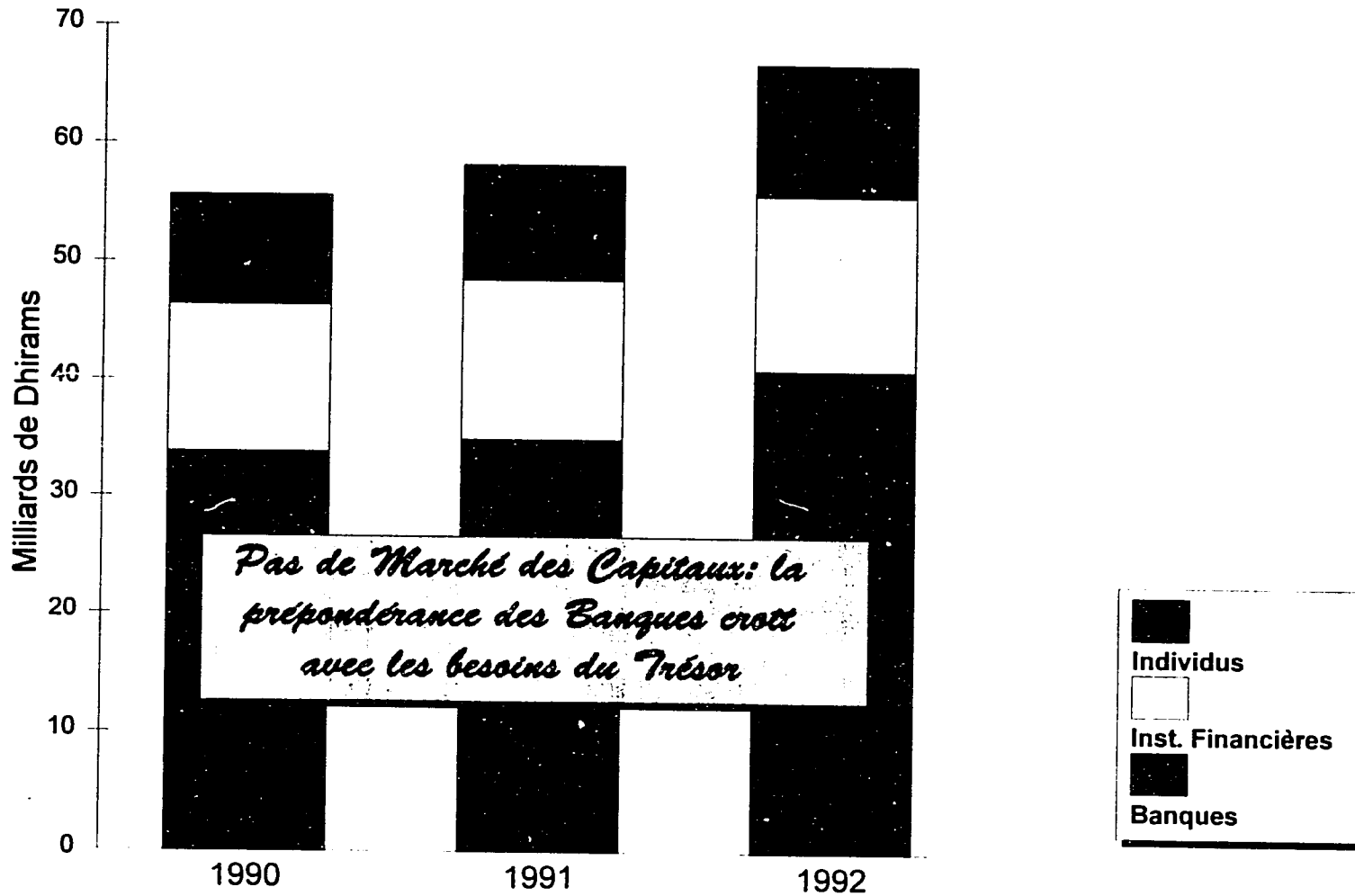
## Par Type de Prêteur



135



# EMPRUNTS DU TRESOR 1990-1992



**TABLE : EMPRUNTS DU TRESOR - 1990-92**

Sauf indication contraire, tous les chiffres sont en milliard de Dhirs

Source: Ministère des Finances

**EN FONCTION DE LA DUREE DU PRET**

Durée N, exprimée en années	N ≤ 1	1 < N ≤ 5	5 < N	TOTAL		
<b>PAR INSTRUMENT et preteur</b>						
<b>Plancher</b>	<b>17.4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>17.4</b>	26%	
Banques	17.4					
<b>Encheres</b>	<b>6.3</b>	<b>1.4</b>		<b>7.7</b>	11%	
Banques	4.2			4.2		
Autres Financiers	2.1	1.4		3.5		
<b>Bons sur Formule (B.S.F.)</b>	<b>3.7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3.7</b>	6%	
Individus	3.7					
<b>Emprunts Nationaux (E.N.)</b>	<b>0.9</b>	<b>6.6</b>	<b>0</b>	<b>7.5</b>	11%	
Individus	0.9	6.6				
<b>Bons</b>		<b>7.5</b>	<b>23.4</b>	<b>30.9</b>	46%	
Banques		7.2	12.2	19.4		
Autres Financiers			11.2	11.2		
Autres		0.3		0.3		
<b>TOTAL</b>	<b>28.3</b>	<b>15.5</b>	<b>23.4</b>	<b>67.2</b>		
	42%	23%	35%			
<b>PAR PRETEUR</b>						
<b>Banques</b>	<b>21.6</b>	<b>7.2</b>	<b>12.2</b>	<b>41.0</b>	61%	
	76%	46%	52%			
	53%	32%	18%	11%	30%	18%
<b>Autres Financiers</b>	<b>2.1</b>	<b>1.4</b>	<b>11.2</b>	<b>14.7</b>	22%	
	7%	9%	48%			
	14%	3%	10%	2%	76%	17%
<b>Individus</b>	<b>4.6</b>	<b>6.6</b>	<b>0</b>	<b>11.2</b>	17%	
	16%	43%				
	41%	7%	59%	10%		0%
<b>Autres</b>	<b>0</b>	<b>0.3</b>	<b>0</b>	<b>0.3</b>	0%	
		2%				
<b>TOTAL</b>	<b>28.3</b>	<b>15.5</b>	<b>23.4</b>	<b>67.2</b>		
	42%	23%	35%			

**PERIODE 90-92**

	1990	1991	1992
<b>PAR INSTRUMENT et preteur</b>			
<b>Banques</b>	<b>33.9</b>	<b>35.0</b>	<b>41.0</b>
Plancher	14.7	15.4	17.4
Encheres	8.6	8.1	4.2
Bons	10.6	11.5	19.4
<b>Autres Financiers</b>	<b>12.5</b>	<b>13.6</b>	<b>14.7</b>
Encheres	0.8	1.7	3.5
Bons	11.7	11.9	11.2
<b>Individus</b>	<b>9.2</b>	<b>9.7</b>	<b>11.2</b>
BSF	2.4	2.6	3.7
E.N.	6.8	7.1	7.5
<b>Autres</b>	<b>1.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>57.2</b>	<b>59.0</b>	<b>67.2</b>

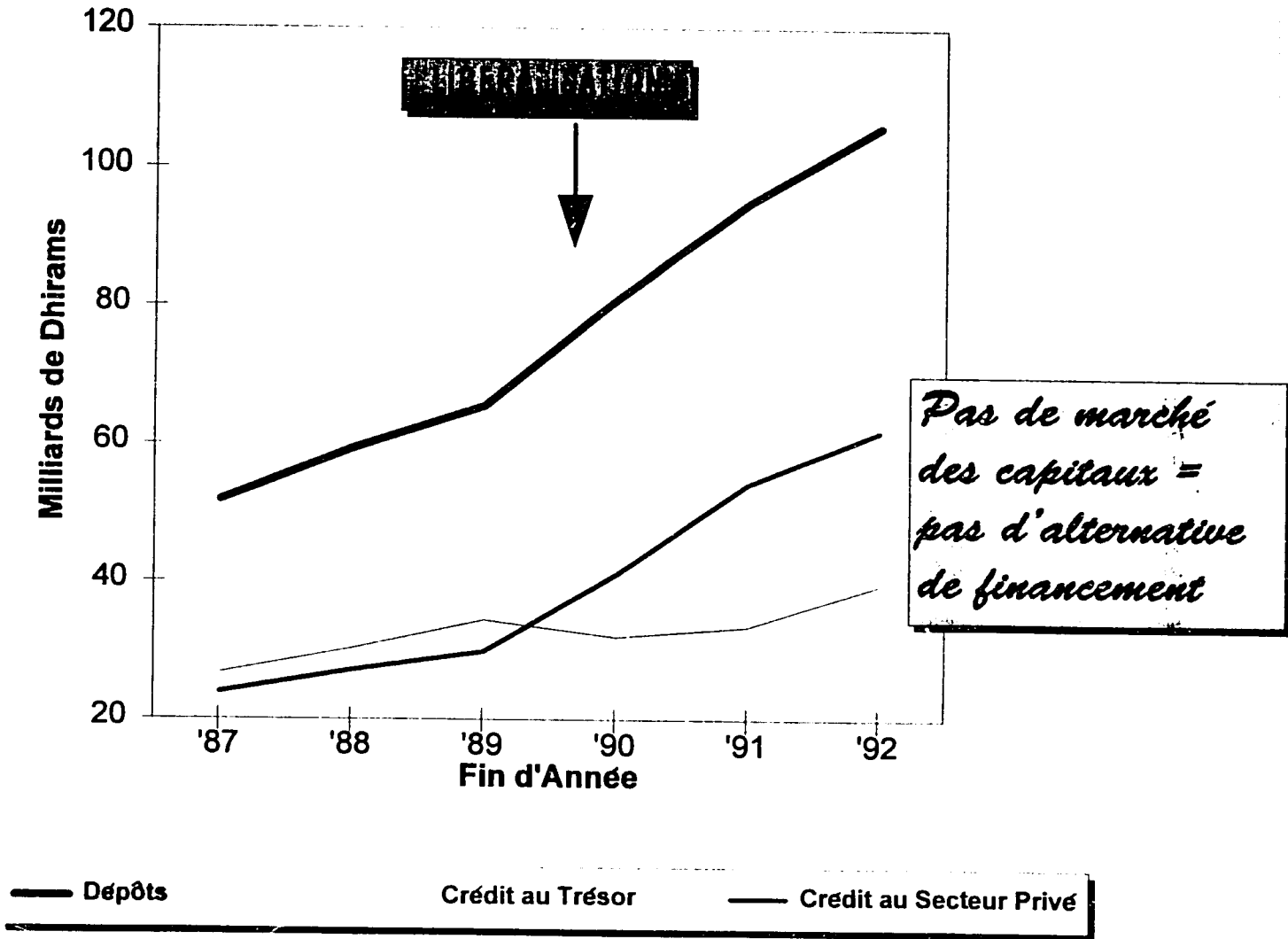
#### 4. Analyse du Secteur Bancaire

Source actuelle de financement de l'économie publique et privée, le secteur bancaire montre:

- **la croissance en parallèle des dépôts et des crédits au secteur privé** pour les sociétés sans accès à un marché des capitaux, les banques sont la seule option de financement extérieur;
- **les grandes banques offrent moins de crédits qu'elles ne reçoivent de dépôts:** la gestion restrictive de la masse monétaire par la Banque Centrale ne constitue donc pas une entrave économique réelle à la privatisation;
- **les petites banques n'atteignent pas la masse critique** : elles sont appelées à disparaître ou à offrir des services spécifiques (y compris ceux liés au marché des capitaux).

# SECTEUR BANCAIRE

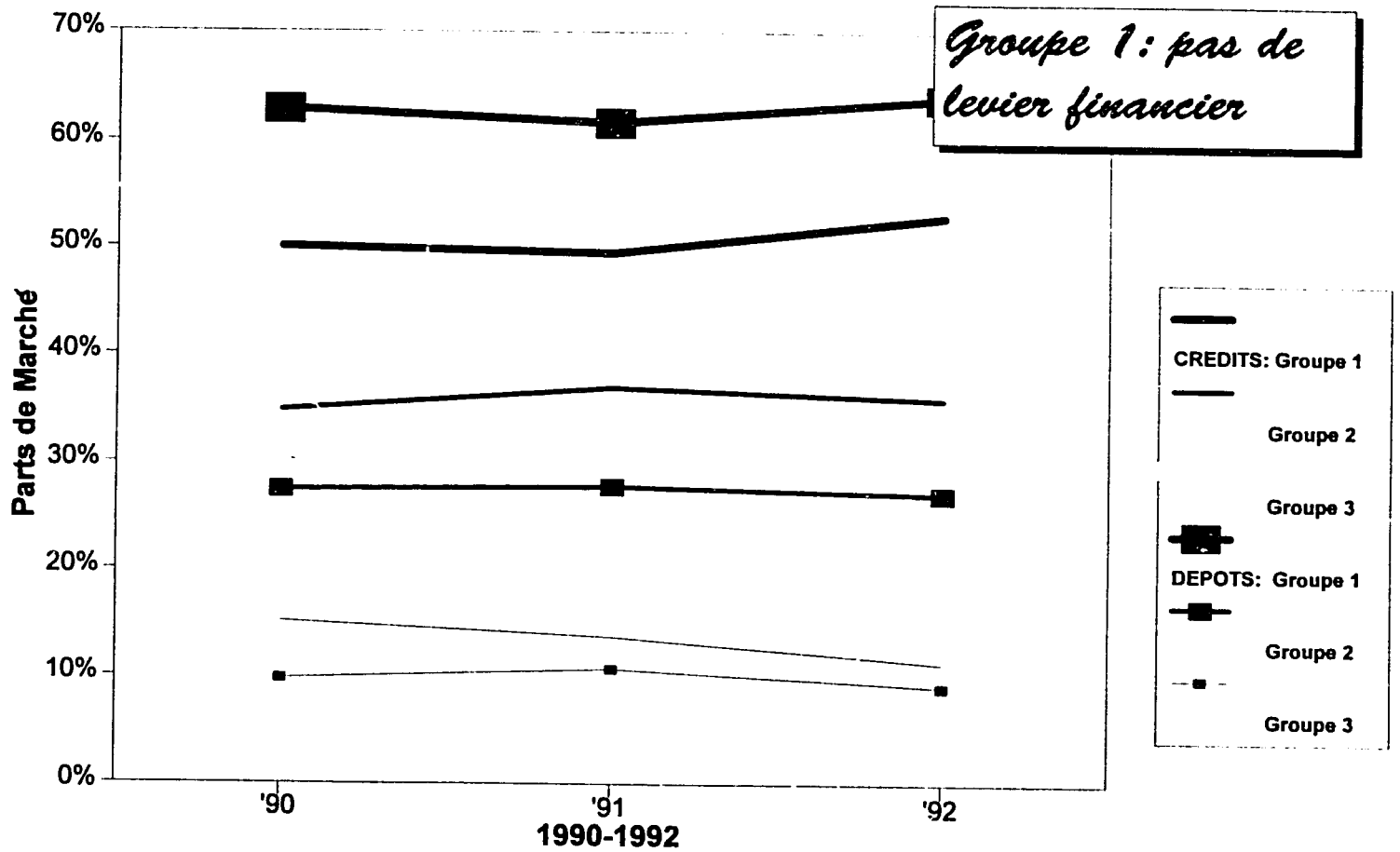
## Crédits et Dépôts



139

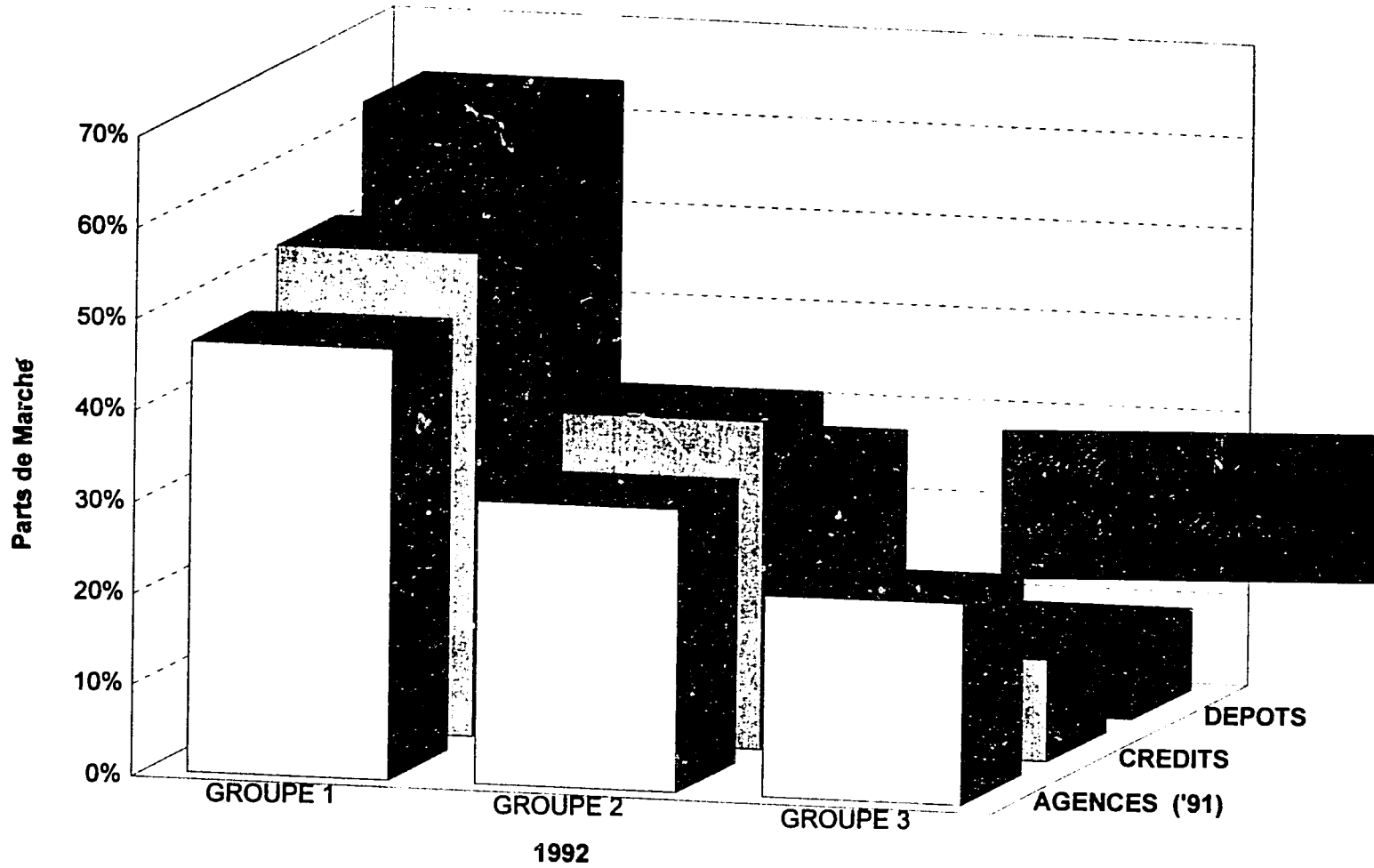
# CREDITS et DEPOTS

Parts de Marché par Groupe Bancaire



12/10

# PRESENCE DES GROUPE BANCAIRES 1992



1/1

## PROFIL DU SECTEUR BANCAIRE

Donnees: La Vie Economique et Direction de la Statistique

	BCP	BMCE	BCM	Groupe 1 Total	Wafa	BMCI	CM	SGMB	Groupe 2 Total	Groupe 3 (7 banques en 1992)	TOTAL
<b>SICAV:</b>	*		*		*			*			
<b>'91 Agences</b>	240	136	117	493	78	84	75	88	325	230	1048
%	23%	13%	11%	47%	7%	8%	7%	8%	31%	22%	100%
<b>1992</b>											
<b>Depots</b>	35	17.2	15.5	67.7	9.2	6.7	6.5	6.3	28.7	9.5	105.9
% marche	33%	16%	15%	64%	9%	6%	6%	6%	27%	9%	100%
<b>Credits</b>	11.2	9.6	11.9	32.7	6.9	4.6	5.6	5.1	22.2	6.9	61.8
% marche	18%	16%	19%	53%	11%	7%	9%	8%	36%	11%	100%
<b>1991</b>											
<b>Depots</b>	31.5	15.1	11.8	58.4	8.5	6.2	6	5.6	26.3	10.1	94.8
% marche	33%	16%	12%	62%	9%	7%	6%	6%	28%	11%	100%
<b>Credits:</b>	9.8	8.2	8.8	26.8	6.2	4.3	4.7	4.8	20	7.4	54.2
% marche	18%	15%	16%	49%	11%	8%	9%	9%	37%	14%	100%
<b>1990</b>											
<b>Depots</b>	28	13	9.8	50.8	7.2	5.3	4.9	4.8	22.2	7.9	80.9
% marche	35%	16%	12%	63%	9%	7%	6%	6%	27%	10%	100%
<b>Credits:</b>	8.1	6.7	5.7	20.5	4.1	3.6	3.1	3.5	14.3	6.2	41
% marche	20%	16%	14%	50%	10%	9%	8%	9%	35%	15%	100%

### Acronymes:

BCP: Banque Centrale Populaire

BMCE: Banque Marocaine du Commerce Extérieur

BCM: Banque Commerciale du Maroc

BMCI: Banque Marocaine du Credit a l'Industrie

CM: Credit du Maroc

SGMB: Societe Generale Marocaine de Banque

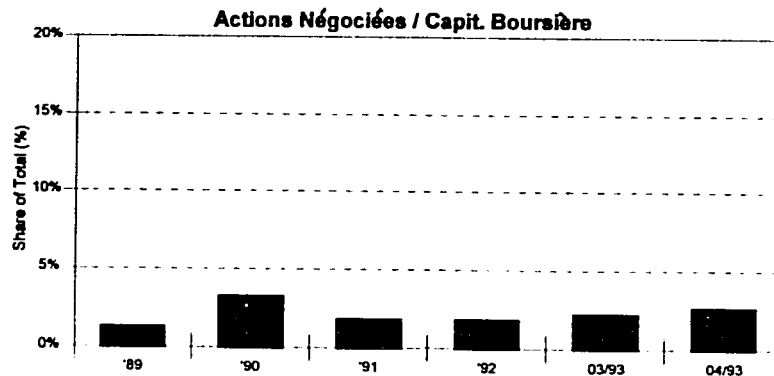
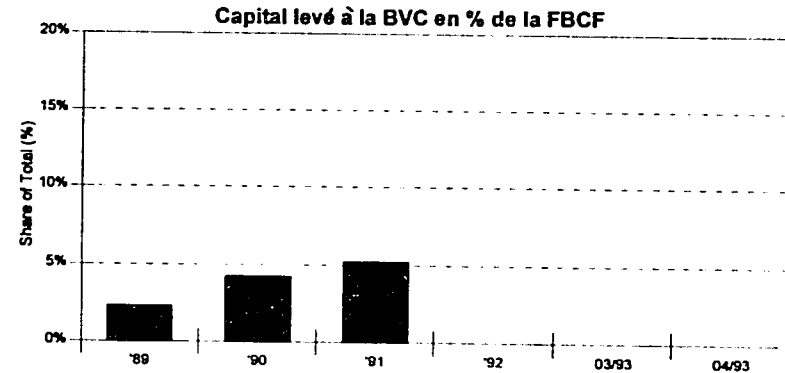
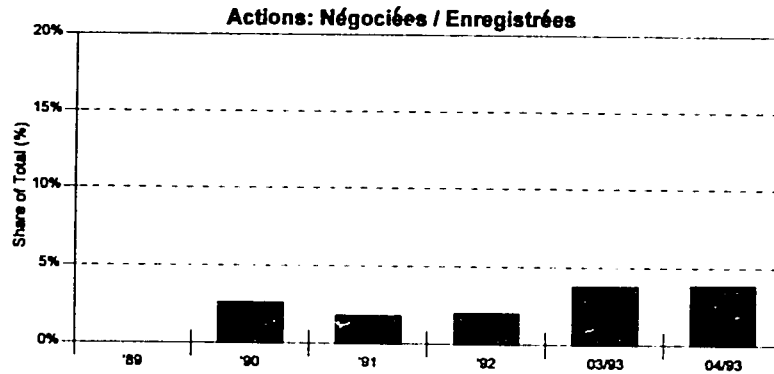
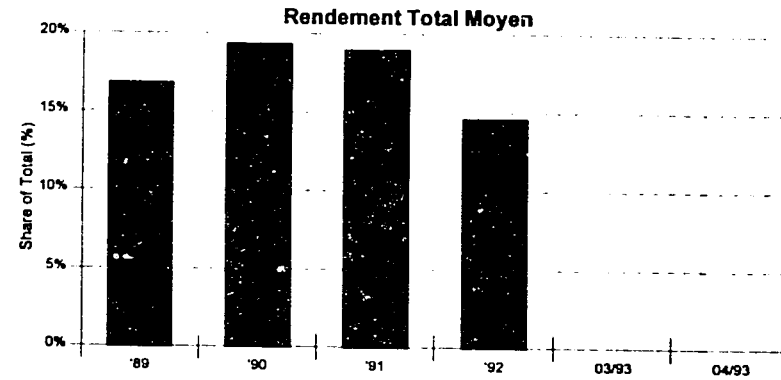
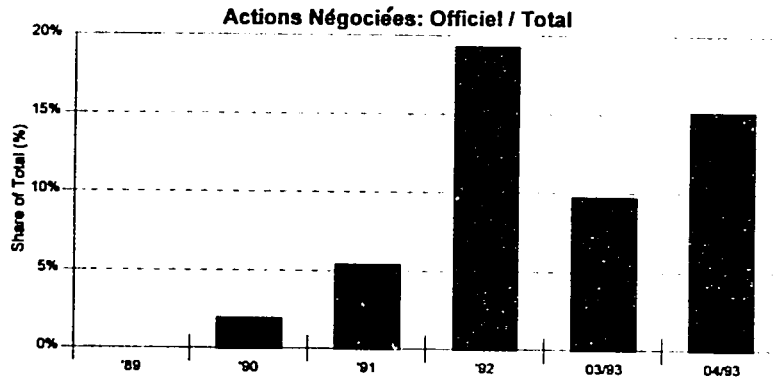
2/1

## 6. Analyse de la BVC

- **Activité générale** : l'activité du marché officiel, le négoce des actions et la contribution de la BVC à la formation de capital fixe restent faibles, et ce, par manque de liquidité;
- **Titres actifs** : seuls six titres pouvaient se qualifier d'actifs avant '93, et ce principalement par cessions directes (un reflet du manque de liquidité);
- **Intermédiaires actifs** : sans pourtant atteindre un niveau d'activité profitable, quatre ou cinq intermédiaires se détachent de l'ensemble et continuent à se prouver lors des nouvelles émissions; de plus, les chefs de file jouent un rôle prépondérant dans ces dernières.



# BVC: ACTIVITE GENERALE



*Le négoce au marché officiel est faible par manque de liquidité.  
 Bien que le rendement moyen des actions soit supérieur à l'intérêt bancaire, leur négoce n'est qu'une faible fraction des actions enregistrées ou de la capitalisation boursière.  
 La contribution de la BVC à la Formation Brute de Capital Fixe est faible*

AAA

**BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA (BCV)**

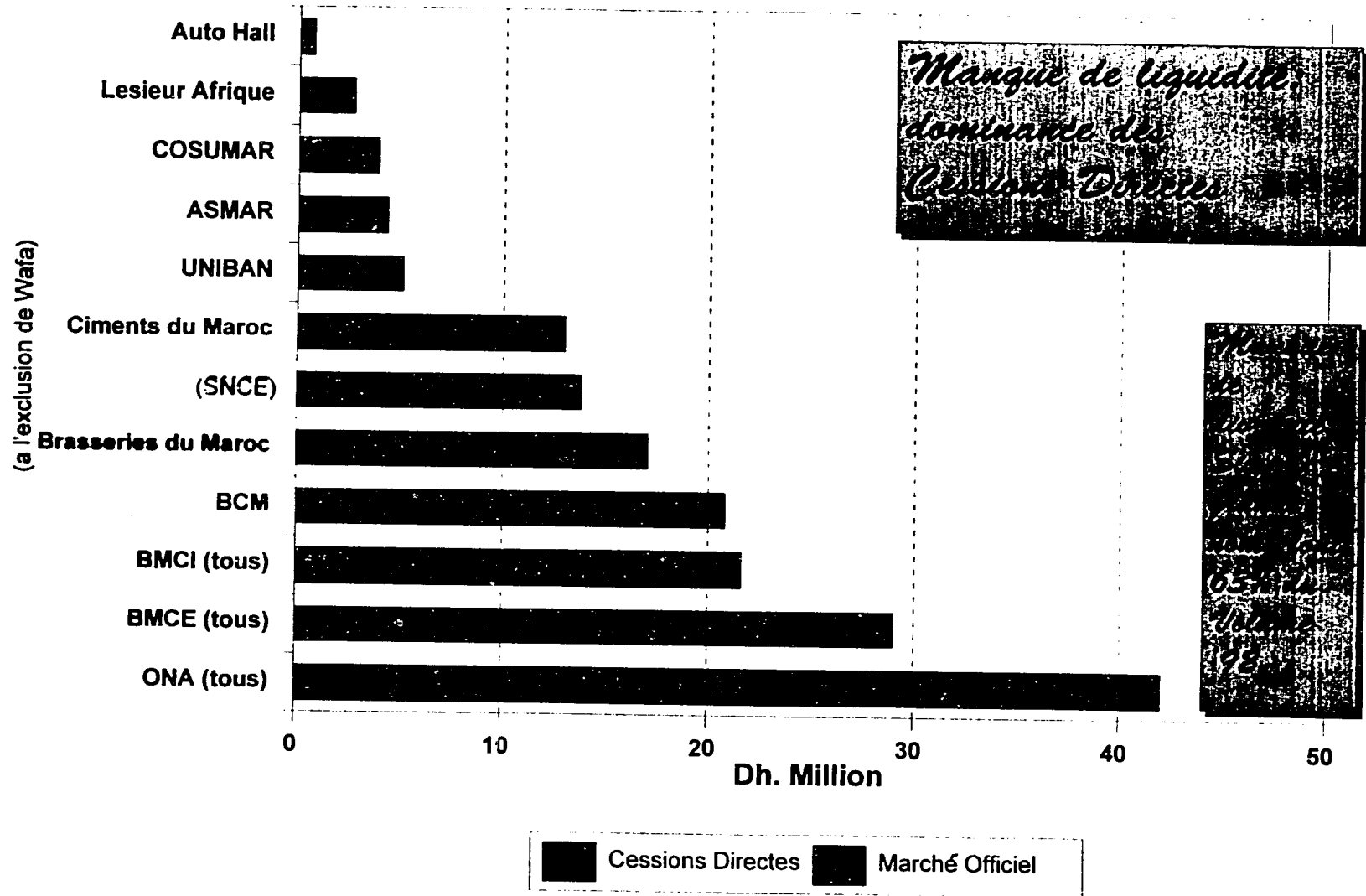
**Activite Generale**

		'89	'90	'91	'92		
<b>LIGNES DE COTE</b>	E.N.:	30	67	75	81		
	Societes:	71	71	68	68		
	Actions enregistrees (en millions):	N.A.	39	57	69		
<b>INDEX MOYEN</b>		123	159	181	202		
<b>RENDEMENT MOYEN</b>	TOTAL:	15.0%	17.1%	15.5%	13.6%		
	en numeraire:	6.9%	5.8%	4.4%	4.2%		
	des soc. servant dividendes:	16.9%	19.3%	19.0%	14.6%		
<b>DIVIDENDES (millions Dh.)</b>	TOTAL:	754	1,328	1,934	2,302		
	en numeraire:	347	451	542	715		
	en actions:	408	877	1,392	1,587		
	% servis en actions:	54%	66%	72%	69%		
<b>VOLUME FINANCIER (millions Dh.)</b>		'89	'90	'91	'92	03/93	04/93
		671	1,805	1,155	1,052	99	96
	<b>Actions:</b>	133	512	460	628	63.6	74.6
	% capitalisation	1.3%	3.3%	1.8%	1.8%		
	% du volume total		28.4%	39.8%	59.7%		
	<b>marche officiel:</b>	N.A.	10	23	444	6.2	11.3
	% des echanges		2.0%	5.4%	74.1%	9.7%	15.1%
	<b>cessions directes:</b>	N.A.	500	404	155	57.4	63.3
	<b>E.N. et Garantis:</b>	538	1,293	695	424	35.1	21
	<b>marche officiel:</b>	241	515	199	199	15.4	14.3
	<b>cessions directes:</b>	297	778	497	225	19.7	6.7
	<b>VOLUME DES TRANSACTIONS (un milliers d'actions)</b>		308	1,024	1,023	1,388	annualise:
% des actions cotees			4%	6%	5%		2,684
<b>CAPITALISATION BOURSIERE (millions Dh.)</b>		5,043	7,769	12,450	16,976		
	Societes servant dividendes:	4,477	6,869	10,187	15,741		
	% du total	89%	88%	82%	93%		
	Autres Companies:	565	899	2,262	1,234		
<b>CAPITAL LEVE A LA BVC (millions Dh.)</b>		1,009	2,156	2,812	3,278		
	% capitalisation	20%	28%	23%	19%		
	% capitalisation des soc. servant dividende	23%	31%	28%	21%		
	% de FBCF	2%	4%	5%			
	<b>Emissions en numeraire:</b>	601	1,279	1,388	1,663		
	% du tout	60%	59%	49%	51%		
	<b>Distributions gratuites:</b>	408	877	1,392	1,587		
	<b>Droits:</b>	-	-	32	28		

5/1

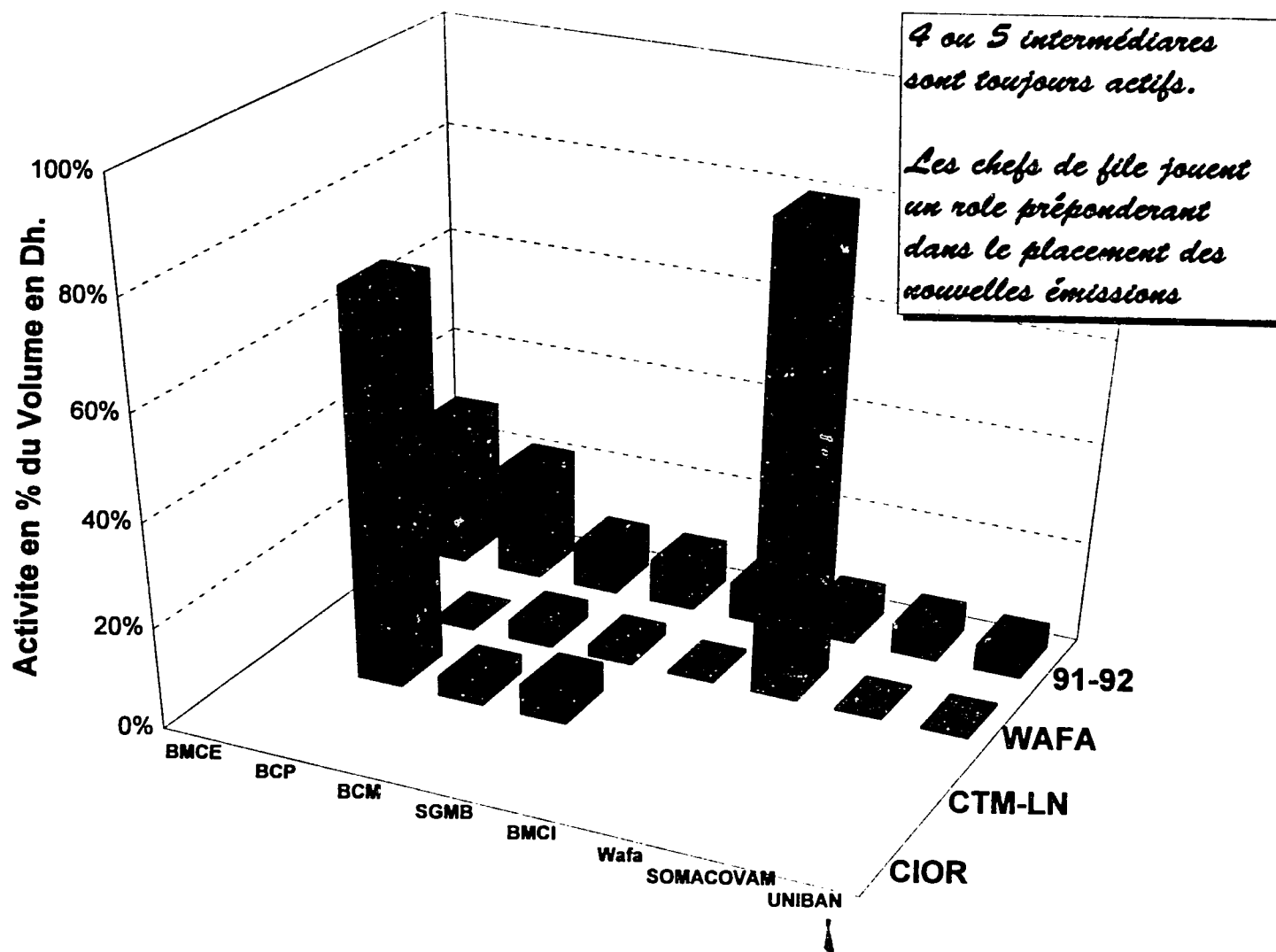
# BVC: TITRES LES PLUS ACTIFS en '92

Marché Officiel et Cessions Directes



# BVC: INTERMEDIAIRES LES PLUS ACTIFS

Moyenne '91-92 & Nouvelles Emissions



671

# BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA (BCV)

## NEGOCE DES TITRES LES PLUS ACTIFS ('92)

	Capitalisation (Dh. millions)	En actions (mille)			En Dhirham (millions)			Avril '93	En % de la capitalisation '92	
		TOTAL	Officiel	Cess. Dir.	TOTAL	Officiel	Cess. Dir.	Officiel	Total '92	4/93 annualise
<b>TOTAL</b>		<b>1,388</b>			<b>628</b>			(Dh. K)		
Wafa	483	999.9	999.9	0.0	400.0	400.0	0.0	5,963	*	14.8%
ONA (tous)	2,084	68.1	4.9	63.2	42.0	3.3	38.7	324	2.0%	0.2%
BMCE (tous)	588	56.5	3.4	53.1	29.0	1.7	27.3	153	4.9%	0.3%
BMCI (tous)	2,937	38.5	7.4	31.1	21.6	6.6	15.0	862	0.7%	0.4%
BCM	285	28.2	8.8	19.4	20.8	4.0	16.8	1,473	7.3%	6.2%
Brasseries du Maroc	1,423	17.9	4.8	13.1	17.0	4.2	12.8	1,292	1.2%	1.1%
SNCE		66.7	45.9	20.8	13.8	10.1	3.7			
Ciments du Maroc	1,725	12.3	1.0	11.3	13.0	1.1	11.9	627	0.8%	0.4%
UNIBAN		11.8	8.8	3.0	5.1	3.9	1.2			
ASMAR		5.1		5.1	4.3		4.3			
COSUMAR		5.7	0.7	5.0	3.9	0.4	3.5			
Lesieur Afrique		3.2	3.2		2.7	2.7				
Auto Hall		0.6	0.6		0.7	0.7				
<b>TOTAL sans Wafa</b>		<b>315</b>	<b>90</b>	<b>225</b>	<b>173.9</b>	<b>38.7</b>	<b>135.2</b>	<b>4,731</b>		
		81%	28%	72%	76%	22%	78%			
TOTAL avec Wafa	9,525	1,315	1,088	225	573.9	438.7	135.2	10,694		
	56%	95%	78%	16%	91%	70%	22%	94%	5.7%	1.3%

Note: \* pas representatif

## INTERMEDIAIRES LES PLUS ACTIFS

	'91	'92	Moyenne 91-92	Nouvelles Emissions		
				Wafa	CTM-LN	CIOR
<b>Volume Total (millions Dh.)</b>	<b>1,155</b>	<b>1,052</b>	<b>1,104</b>			
BMCE	350	162	28.3%	1.4%	?	?
BCP	266	119	21.3%	0.1%	75.0	?
BCM	104	53	8.7%	3.7%	4.0%	?
SGMB	80	74	8.5%	2.3%	6.0%	?
BMCI	62	70	7.3%	0.5%	?	?
Wafa	87	424	6.1%	89.0%	?	?
SOMACOVAM	67	40	5.9%	0.4%	?	?
UNIBAN	79	12	5.0%	0.4%	?	?
	<b>1,095</b>	<b>954</b>				
	95%	91%	91.2%	97.9%	85.0%	

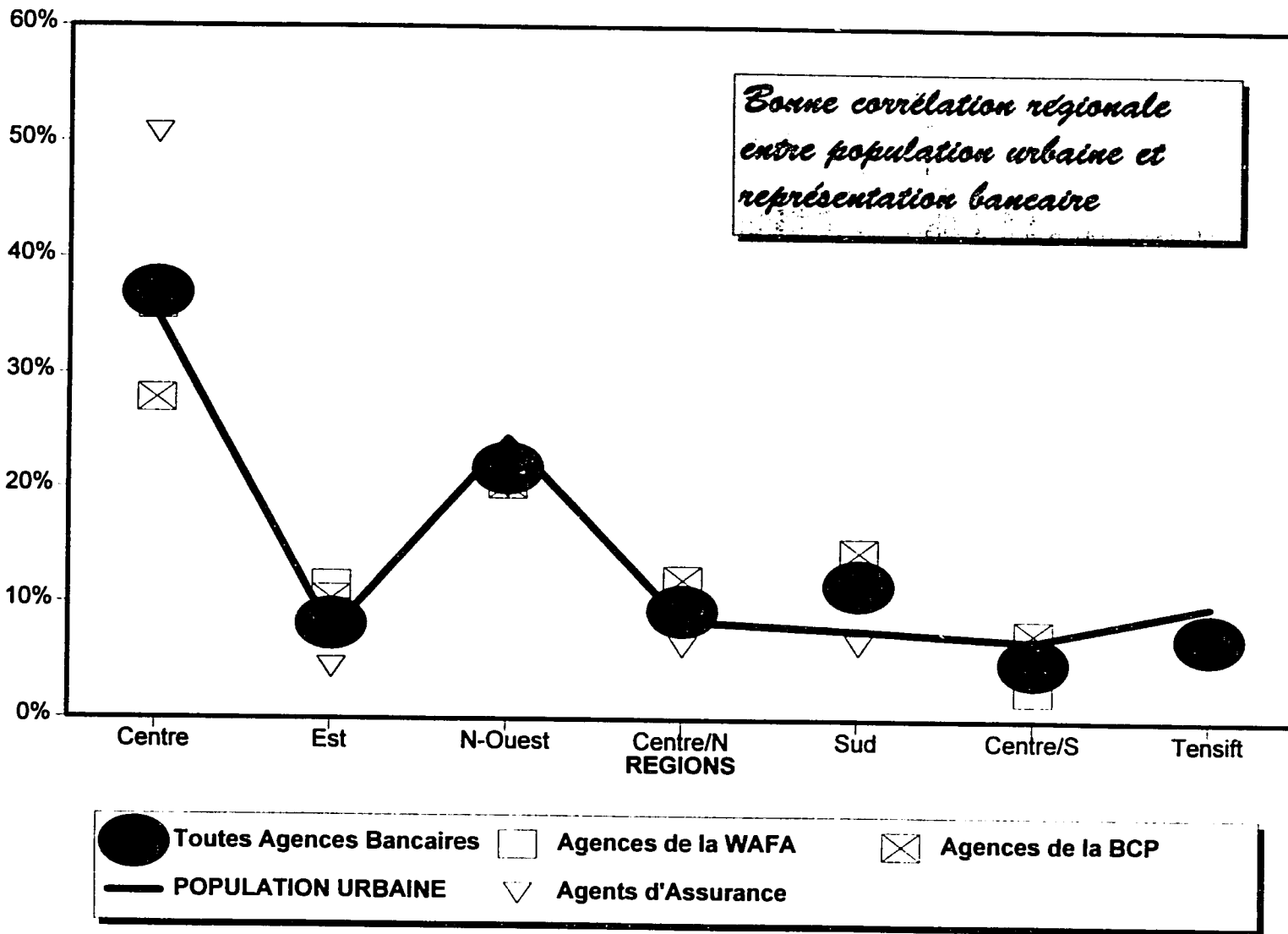
Note: Chef de file en noir

## 7. Implications pour le Futur

- **Répartition régionale** : les banques assurent une bonne couverture régionale de la population et sont le canal de placement naturel des émissions nouvelles;
- **Potentiel d'investissement** : il existe, est en mesure de répondre aux besoins de la Privatisation et croît avec les émissions publiques de celle-ci;
- **Dispersion de la demande** : preuve additionnelle de la cible choisie, elle est la meilleure dans la région du Centre; toutefois, la stratégie de placement égalitaire des actions de la CTM, dictée par la Loi de Privatisation, ne maximise pas l'efficacité du placement des titres, ce qui fut le cas de Wafa.

# REPARTITION REGIONALE '91

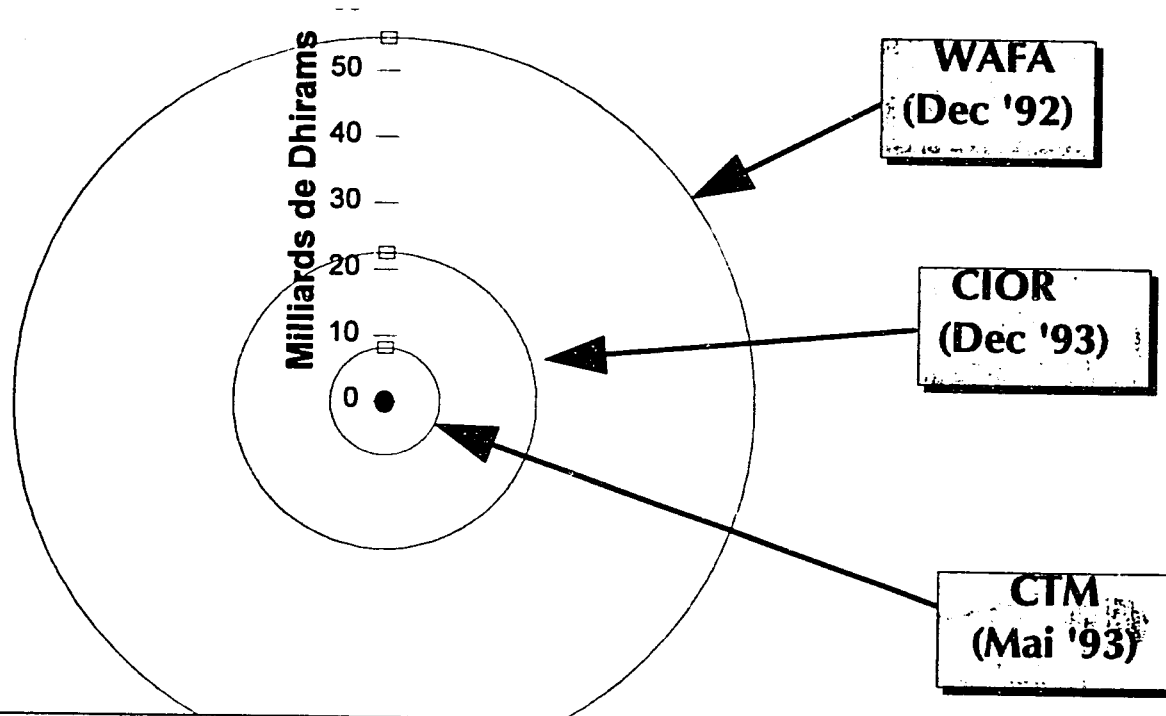
## Banques, Assurance, Population Urbaine



158

# POTENTIEL D'INVESTISSEMENT LOCAL

Base: Emissions Wafa, CTM & CIOR



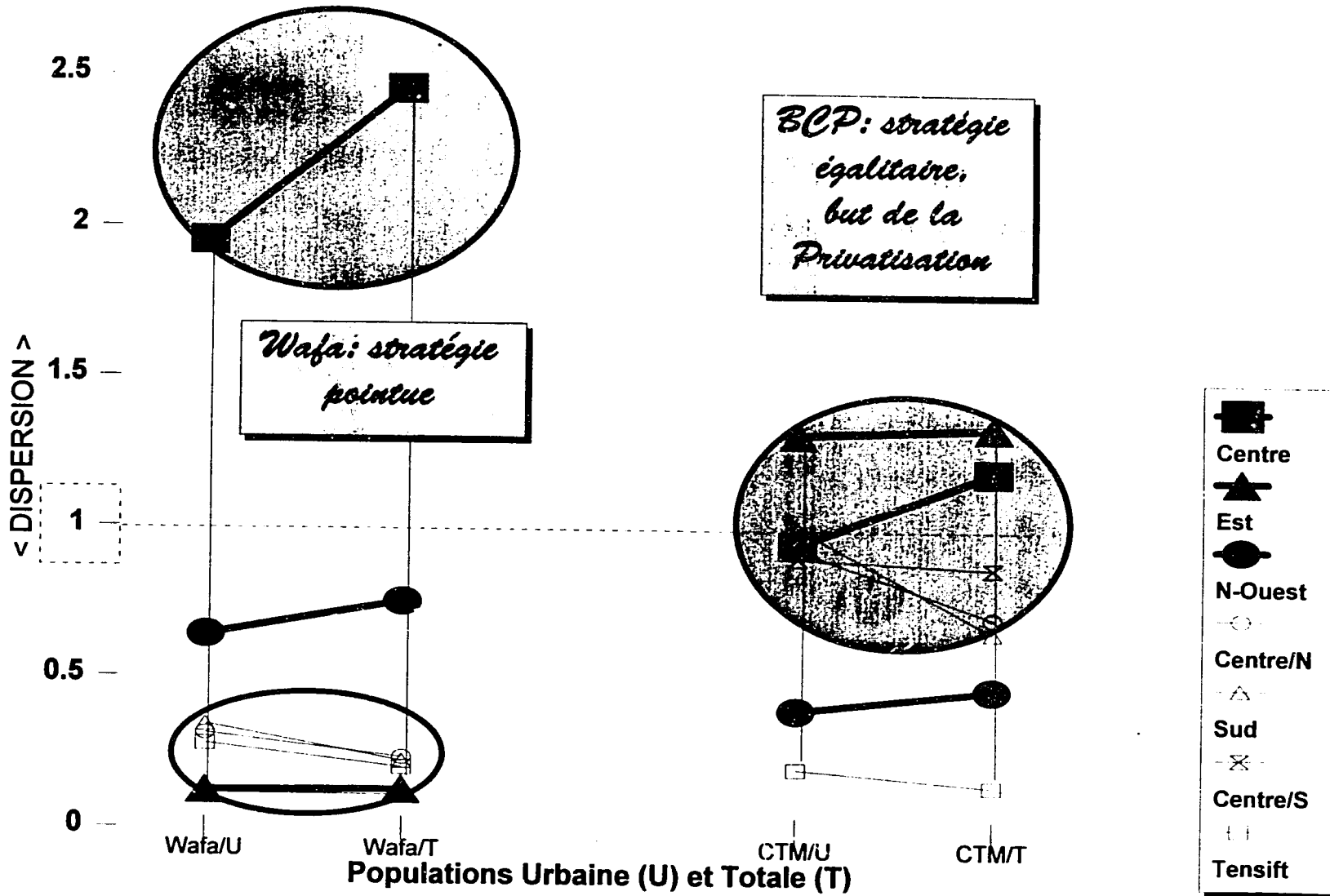
*Le potentiel d'investissement en actions croît avec les émissions publiques de privatisation*

151



# DISPERSION de la DEMANDE REGIONALE

## Stratégies de Placement de Wafa et BCP



152

## POTENTIEL D'INVESTMENT MESURE PAR LES EMISSIONS WAFA, CTM & CIOR

Hypothese: pas de redondance d'investissement entre les émissions

		LOCAUX	RME	TOTAL
<b>Investisseurs Potentiels (milliers de menages):</b>		<b>457</b>	<b>300</b>	<b>757</b>
<i>Intention d'achat d'actions (d'après LMS):</i>	<i>48%</i>			
<b>Investisseurs Possibles (milliers de menages):</b>		<b>219</b>	<b>144</b>	<b>363</b>
<b>Investisseurs Individuels (mille):</b>				
	<b>WAFA (1)</b>	<b>2.50</b>	<b>0.26</b>	<b>2.76</b>
	% des comptes:	0.8%	0.1%	0.9%
	% des Possibles:	1.1%	0.2%	0.8%
	<b>CTM (2)</b>	<b>7.00</b>	<b>4.10</b>	<b>11.10</b>
	% des comptes:	0.6%	0.3%	0.9%
	% des Possibles:	3.2%	2.8%	3.1%
<i>Chiffres Préliminaires</i>	<b>CIOR (3)</b>	<b>12.41</b>	<b>3.27</b>	<b>15.68</b>
	% des comptes:	?	?	?
	% des Possibles:	5.7%	2.3%	4.3%
<i>Chiffres Préliminaires</i>	<b>TOTAL</b>	<b>21.91</b>	<b>7.63</b>	<b>29.54</b>
	% des Possibles:	10.0%	5.3%	8.1%
<b>Demande d'actions:</b>				
	<b>WAFA (mille)</b>	<b>3,136</b>	<b>212</b>	<b>3,348</b>
	par Investisseur:	1,253	815	1,212
	<b>CTM (mille)</b>	<b>1,052</b>	<b>328</b>	<b>1,380</b>
	par Investisseur:	150	80	124
<i>Chiffres Préliminaires</i>	<b>CIOR (mille)</b>	<b>5,096</b>	<b>?</b>	<b>?</b>
	par Investisseur:	411	?	?
<b>Demande d'investissement (Million Dh.):</b>				
	<b>WAFA</b>	<b>627</b>	<b>42</b>	<b>670</b>
	Fonds moyens engagés (mille Dh):	251	163	242
	<b>CTM</b>	<b>283</b>	<b>82</b>	<b>346</b>
	Fonds moyens engagés (mille Dh):	38	20	31
<i>Chiffres Préliminaires</i>	<b>CIOR</b>	<b>1,274</b>	<b>0</b>	<b>1,274</b>
	Fonds moyens engagés (mille Dh):	103	0	81
<b>Investissement Possible Moyen (Milliard Dh):</b>				
	<b>WAFA</b>	<b>55</b>	<b>23</b>	<b>78</b>
	<b>CTM</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>11</b>
<i>Chiffres Préliminaires</i>	<b>CIOR</b>	<b>23</b>	<b>0</b>	<b>23</b>