

Les introductions à la Bourse de Casablanca : procédures, coût et causes de leur insuffisance

Résumé

L'introduction en Bourse est une opération qui mobilise un certain nombre d'acteurs qui se rassemblent pour une bonne réussite du projet de la société émettrice qui est la levée de fonds par le recours public à l'épargne. L'introduction en Bourse doit, toutes choses étant égales par ailleurs, se dérouler dans un climat de confiance et de sérénité entre tous les intervenants, y compris entre l'émetteur et le souscripteur. S'introduire en Bourse est, pour l'entreprise, synonyme d'accès direct avec une certaine facilité à l'épargne publique disponible. Néanmoins, cet accès direct est assorti d'obligations en vue, d'une part, de sécuriser cette épargne et, d'autre part, de rendre transparents à la fois le processus d'introduction et de cotation et l'activité de l'entreprise. Ceci étant, force est de constater que, premièrement, le processus d'introduction des entreprises marocaines est très rarement transparent et, deuxièmement, que le nombre d'introductions est trop faible. L'entreprise marocaine considère l'introduction en Bourse comme une opération risquée : perte de pouvoir des dirigeants, plus de contraintes vis-à-vis des tiers, etc. De plus, elle interprète cette opération comme étant une sanction probable qui pourra provenir à la fois du marché et des instances de contrôle. L'entreprise marocaine est une entreprise dont les pratiques sont plus ou moins informelles, fonctionnant dans l'opacité et en détournant la réglementation, et hostile à toute visibilité. Elle se cache derrière ses traditions, et elle se montre dans sa modernité ; elle est dualiste. Elle se trompe de vision ; elle est immature et non lucide. Cette entreprise ne veut pas innover ; elle risque de disparaître avec les zones de libre-échange dont le Maroc a signé les accords et qu'elle signera dans l'avenir.

Mots-clés

Introductions en Bourse, procédures, coût, étroitesse du marché, faiblesse de l'offre de titres, contraintes économiques et socioculturelles, prise de risque, réformes.

Abstract

The companies listing in stock market is an operation which mobilizes certain number of actors who meet all together for a good success of project of the issuing company which is the public offering. Issuing operation in stock

**Abdellatif
El M'Kaddem**

**Abdelhamid
El Bouhadi**

Université Mohamed
Ben Abdellah, Fès
Université Cadi Ayyad,
Marrakech

exchange market has to take place in a climate of confidence and serenity between the all participants in this operation including too all subscribers. The public offering is, for the company, synonymic of direct access to the available public saving with certain easiness. Nevertheless, this direct access is accompanied by obligations in sight, on one hand, to reassure this saving and on the other hand, at the same time, to make transparent the process of issuing and quotation like the behaviour activity of the company. Given this, we notice that, at the first time, the companies listing process in Casablanca stock exchange is rarely transparent and secondly the number of listed companies is furthermore too weak. The Moroccan company considers the listing process in the stock exchange market as being a risky operation. It's considered as a loss of manager power, and a more constraints toward the third parties, etc. Furthermore, this operation is interpreted as a penalty which resulted from the market and required by control authorities. The Moroccan company is an informal company, working in the opaqueness context and, by diverting the rules, it doesn't prefer the visibility objective. It is hiding behind its traditions and it shows himself at its modernity; it is dualistic, it is still schizophrenic. It makes a big mistake about its strategic vision; it is indeed immature and not lucid. This company doesn't want innovate; it risks probably disappearing under the free trade areas which the Morocco government has signed and will to sign in the future.

Keywords

Listing in Stock Exchange, Procedures, Cost, Narrowness of the Market, Weakness of the Liquidity Supply, Economic and Socio-cultural Constraints, Risk-taking, Reforms.

Introduction

Pour financer sa croissance, l'entreprise dispose de trois modes : l'autofinancement, l'appel au crédit bancaire et l'appel public à l'épargne. Le financement par appel public à l'épargne provient soit des fonds gérés par les investisseurs institutionnels (OPCVM, fonds de pension et de retraite, caisses de dépôts, sociétés d'assurance...) soit des économies des particuliers. Le financement par l'épargne publique prend donc deux formes : soit l'émission, soit encore la cession d'instruments financiers (actions, obligations...). La première émission ou cession est appelée introduction en Bourse. Une fois l'entreprise introduite, elle peut bénéficier d'une émission secondaire par l'augmentation de son capital, par l'échange d'actions, ou par l'endettement en émettant des obligations. En diversifiant ses sources de financement, l'entreprise se trouve dans une position confortable quant à la gestion de sa situation financière. Son indépendance financière se trouve renforcée.

Les mots d'ordre invoqués par les initiateurs de toute introduction en Bourse sont sans équivoque : changement de dimension de l'entreprise à

travers ce qu'on appelle le *business plan*, c'est-à-dire une sorte de croissance externe de l'entreprise ; meilleure valorisation, valorisation équitable de l'entreprise établie par le marché et qui évite tout conflit opposant les dirigeants et/ou les actionnaires à l'intérieur de l'entreprise ; une communication performante et crédible apportant notoriété et pérennité à l'entreprise.

Tous ces avantages liés à toute cotation en Bourse sont universellement reconnus par les dirigeants d'entreprise ; néanmoins, l'entreprise marocaine voit dans le recours à l'épargne publique par la voie boursière une visibilité risquée, une exposition à plus de contraintes, comme par exemple l'obligation d'informer le public, les tiers et le CDVM. L'entreprise marocaine est familiale ; elle est de ce fait séculaire ; son capital se transmet de génération en génération par héritage. Parmi tous ces problèmes qui la rendent inerte et non innovante, notre attention dans cet article portera sur la mise en avant des causes essentielles de la faiblesse des introductions à la Bourse de Casablanca. Mais, avant d'en arriver là, nous passerons en revue le processus d'introduction à travers ses motivations, ses exigences, ses procédures et son coût.

1. Les introductions à la Bourse de Casablanca

Autrefois réservée aux grandes entreprises, l'entrée en Bourse est aujourd'hui une opportunité stratégique offerte aux petites et moyennes entreprises (1). En termes de communication, par exemple, l'introduction donne à l'entreprise une image de réussite. En termes financiers, elle lui permet de bénéficier d'un formidable levier de croissance.

(1) La création du second et du troisième marchés a permis aux petites et moyennes entreprises de lever des fonds directement sur le marché.

1.1. Les motivations à une introduction en Bourse

S'introduire en Bourse est un événement exceptionnel dans la vie d'une entreprise. C'est la raison pour laquelle la Bourse de Casablanca mène, depuis quelques années, au plan national et avec l'aide des sociétés de Bourse, une politique de sensibilisation et d'information des chefs d'entreprises sur l'intérêt d'une cotation en Bourse.

Les motivations les plus fréquemment avancées à une introduction en Bourse sont la succession, la notoriété, le financement de la croissance, la liquidité du patrimoine et les plus-values tirées de la vente des titres par les actionnaires d'origine.

Une enquête réalisée par Coryne Jaffaux (1987) auprès des sociétés introduites sur le second marché français au 30 juin 1987 auprès de 47 % de la population des sociétés cotées prouve que l'aspect successoral et la plus-value ne sont pas les motivations à une introduction. En revanche, la notoriété, le financement de la croissance par le recours futur à un appel au marché financier et la liquidité du patrimoine représentent des éléments motivants. Ainsi, les motivations des entreprises exprimées par les

dirigeants sont d'ordre stratégique et ne relèvent pas d'une préoccupation personnelle. De même, d'après une étude récente réalisée par Gary Ravaz (2003) auprès de 12 sociétés introduites sur trois marchés (le second marché, le nouveau marché et le marché libre) de la Bourse de Paris, on relève que la motivation n'est pas d'ordre pécuniaire. Les principales raisons sont la notoriété de l'entreprise, l'indépendance financière, la croissance externe, le développement de l'épargne salariale à travers les plans de stock-options et la cristallisation d'une politique de recrutement efficace et pragmatique pour l'entreprise.

La motivation principale, selon les dirigeants de certaines entreprises marocaines récemment introduites, reste la croissance externe, la liquidité de leur capital et donc de leur patrimoine. Nous savons aujourd'hui que la plupart des entreprises de petite ou moyenne tailles connaissent des difficultés relatives au financement de leur croissance. Une source des plus importantes reste le financement direct, via la Bourse des valeurs. Ainsi, pour faciliter l'accès à la Bourse des entreprises de tailles diverses, la SBVC gère trois marchés réglementés correspondant à une offre bien différenciée :

- le premier compartiment s'adresse aux grandes sociétés marocaines ;
- le second compartiment, créé en 1996, s'adresse aux entreprises de taille moyenne, souvent familiales, présentant un bon niveau de rentabilité et de bonnes perspectives de croissance et dont les dirigeants cherchent une consécration de leur réussite par le marché ;
- le troisième compartiment créé en 2000 (à l'image du nouveau marché en France (2) s'adresse aux sociétés jeunes, innovantes, à fort potentiel de croissance et ayant besoin de capitaux importants pour financer leur plan de développement.

Les entreprises disposent aujourd'hui de marchés de cotation adaptés à leur profil, à leur taille et à leurs besoins.

Présente avant et au moment de l'introduction, la Bourse de Casablanca s'est aussi attachée à développer une politique de services aux sociétés cotées et à leurs clients afin de leur permettre de profiter au mieux de leur nouveau statut d'émetteur.

En tant qu'émetteur d'actions, l'entreprise introduite bénéficie de la possibilité de lever des capitaux, suivant ses besoins, à des conditions de marché souvent avantageuses, afin de financer sa croissance par des fonds propres plutôt que par l'endettement. En effet, elle élargit le cercle de ses actionnaires au moment de son introduction et au moment de ses augmentations du capital. Elle se donne ainsi la possibilité d'avoir des fonds de financement accompagnés de frais financiers moins élevés, avec une sécurisation de sa croissance à long terme et avec une marge d'indépendance financière très importante (3). Ceci s'inscrit dans le cadre d'une croissance externe saine, car la cotation de l'entreprise lui facilite l'élargissement par les propositions de rachat ou de rapprochement divers. En général, la cotation en Bourse permet d'obtenir les éléments suivants :

(2) Marché des valeurs technologiques. Ce marché est ouvert aux "start-up". Il concerne le même type d'entreprises cotées sur le NASDAQ américain. Les conditions d'admission en France sur ce marché sont volontairement souples. Ainsi, il n'est pas obligatoire de fournir des états financiers certifiés sur une période de deux ans.

(3) Le financement direct par le biais du crédit bancaire reste relativement cher, hypothéqué par une garantie qui dépasse les 100 % et dont la contrainte plonge l'entreprise dans une dépendance financière vis-à-vis de ses bailleurs de fonds.

Les introductions à la Bourse de Casablanca

- elle permet plus facilement d'échanger des titres cotés contre des actifs, les actionnaires peuvent facilement se retirer du capital de l'entreprise sans subir de pertes ;

- elle rend possible des acquisitions et des investissements (4) d'un montant plus élevé ;

- elle permet des opérations qui pèsent moins sur la trésorerie de l'entreprise ;

- elle facilite l'intégration des dirigeants à la réussite de l'association nouvelle.

Notons, en outre, que le paiement partiel ou total en actions n'est pas toujours aisé quand la société est fermée, alors que la Bourse le favorise : le titre est coté régulièrement et librement négociable sur un marché réglementé. Le capital et l'image de l'entreprise deviennent de plus en plus crédibles.

De ce fait, l'introduction en Bourse permet à l'entreprise d'acquérir non seulement une croissance financière mais aussi une notoriété, une reconnaissance auprès de ses tiers et du public, au Maroc et à l'étranger (5).

Cette notoriété et cette crédibilité immédiates, incomparables, doivent être capitalisées grâce à une politique régulière d'information de qualité. Ainsi, l'introduction en Bourse est un moyen privilégié de communication offrant un rapport coût/avantage particulièrement intéressant. De l'autre côté, l'introduction en Bourse est un label de prestige qui marque la consécration d'une société et la reconnaissance de la pertinence de son projet de développement. D'un point de vue financier, la cotation renforce la santé financière de l'entreprise et sa crédibilité : ses comptes sont certifiés, publiés, analysés et diffusés. L'entreprise est en mesure d'être plus transparente.

D'un point de vue boursier, outre la certification et la publication des comptes, les grands axes stratégiques, les méthodes industrielles ainsi que la stratégie de l'organisation interne de l'entreprise sont connues et analysées ; les produits et les marques sont valorisés. Tous ces facteurs donnent aux investisseurs une meilleure visibilité qui leur permet de se positionner par rapport à l'entreprise et de se déterminer en toute connaissance de cause. Généralement, la Bourse apporte les avantages suivants :

- elle permet la réalisation et la diversification d'une partie du patrimoine des actionnaires d'origine ;

- le marché fixe, chaque jour, le prix de l'action qui tient compte des résultats et des perspectives de l'entreprise et non seulement de la valeur comptable ;

- la cotation valorise en permanence la part du capital non diffusée dans le public ;

- la cotation permet aussi l'entrée et la sortie d'actionnaires temporaires (industriels, financiers) dont l'entreprise peut avoir besoin à un stade de son développement ;

- l'introduction en Bourse favorise la mobilité du capital.

(4) En termes d'immobilisations corporelles, incorporelles et financières.

(5) Clientèle et fournisseurs potentiels, prestataires de services, investisseurs, etc.

Bien préparée sur le plan psychologique, juridique et fiscal, une introduction en Bourse peut favoriser la solution à des problèmes souvent rencontrés par les dirigeants de sociétés (familiales en particulier) et offre de réelles opportunités pour les actionnaires. En effet, en raison des conflits et des désaccords entre les héritiers et les actionnaires et l'arrivée de nouveaux investisseurs, la cotation en bourse est un facteur de pérennité des entreprises :

- il est plus facile de partager des actions cotées que des actifs industriels : le prix de l'action est connu, incontesté, opposable aux tiers (et au fisc notamment) ;

- le dédommagement des héritiers ne travaillant pas dans l'entreprise est facilité ;

- le paiement des droits de succession ou de donation peut être pris en charge par la vente partielle sur le marché des titres alloués ;

- le contrôle majoritaire peut être protégé par des pactes d'actionnaires et une ouverture limitée du capital sur le marché ;

- une meilleure relation entre le capital et la gestion du patrimoine de l'entreprise, au quotidien, est ainsi organisée et très bien définie ;

- la Bourse préserve l'identité et l'avenir des entreprises familiales car l'ouverture du capital peut être limitée.

Ceci dit, les entreprises ne peuvent pas être toutes cotées, car un certain nombre d'exigences en matière d'introduction doivent être satisfaites.

1.2. Les exigences en matière d'introduction en Bourse

L'une des exigences les plus importantes en matière d'introduction est de se conformer légalement aux critères d'admission définis par la société gestionnaire et renforcés par le CDVM. Ces critères sont relatifs au capital social, au flottant et à la certification des états financiers. Le tableau ci-dessous les résume de la façon suivante :

Tableau 1

Les exigences en matière d'introduction sur l'un des trois compartiments

	1^{er} compartiment	2^e compartiment	3^e compartiment
Capital social	Au moins 15 millions de Dh	Au moins 10 millions de Dh	Au moins 5 millions de Dh
Diffusion des titres dans le public	Au moins 20 % du capital	Au moins 15 % du capital	Au moins 40 % du capital
Etats financiers certifiés	3 dernières années	3 dernières années	Une année avant l'introduction

Source : SBVC, 2001.

En plus de ces trois exigences, un dossier est présenté par le conseiller de l'émetteur dont le contenu est le suivant :

– une lettre par laquelle la société demande l'admission de ses titres sur l'un des trois compartiments de la Bourse de Casablanca et s'engage à respecter les dispositions réglementaires arrêtées au niveau du *Règlement général* (6);

– un procès-verbal de l'instance de décision ayant décidé l'introduction des titres en Bourse et leur émission ;

– un projet de note d'information établi conformément aux règles et circulaires du CDVM.

La politique d'information peut être conduite par les services de l'entreprise ou avec la collaboration d'une agence spécialisée. Ainsi, toute introduction en Bourse nécessite la mise en œuvre d'une stratégie de communication financière destinée à faire connaître les atouts et le projet de l'entreprise et à assurer la réussite du placement des actions. Indispensable sur le plan marketing (7), la politique d'information revêt aussi sur le plan boursier des aspects obligatoires conformément aux circulaires du CDVM et aux engagements pris par la société lors de son introduction. En effet, l'entreprise cotée se trouve dans l'obligation de fournir des informations avant et après la réalisation de l'introduction. Six éléments essentiels caractérisent la politique d'information de l'entreprise cotée avant son introduction effective :

– la publication obligatoire d'une note d'information et des comptes ;
– la diffusion du dossier d'introduction à l'ensemble des investisseurs et des prescripteurs ;

– le lancement éventuel d'une campagne de publicité financière ;
– l'organisation d'une réunion d'information financière ouverte aux analystes, aux investisseurs et à la presse ;

– la présentation éventuelle de la société à l'étranger (*road show*) ;
– l'information du personnel.

Après l'introduction, la société cotée a l'obligation de procéder, tout au long de l'année, à une information régulière et sincère concernant les éléments qui doivent faire l'objet d'une publication officielle :

– le chiffre d'affaires des trois derniers semestres ;
– les bilans semestriels provisoires.

La société doit aussi porter à la connaissance du public tout événement de la vie de l'entreprise susceptible d'avoir une incidence sur son cours en Bourse. Ceci dit, une politique d'information régulière et pertinente, allant au-delà des obligations légales, est un élément fondamental pour assurer, à long terme, une carrière boursière de qualité. En effet, la Bourse est par nature un marché d'anticipation concurrentiel où les investisseurs prennent leurs décisions à partir de l'analyse des informations disponibles et de la visibilité qui en découle. Si ces exigences doivent être impérativement respectées, il n'en est pas de même pour les procédures d'introduction.

(6) Selon le dahir portant loi n° 1-93-211 du 21 septembre 1993, modifié et complété par les lois n° 34-96 et 29-00, les engagements en matière de cotation au troisième compartiment sont très stricts. En effet, selon l'article 14 ter, l'entreprise inscrite au troisième compartiment doit s'engager au moment de son introduction en Bourse à présenter une convention établie selon le modèle fixé par le CDVM, conclue avec une société de Bourse pour une période de 5 ans, prévoyant notamment les obligations relatives aux conditions de préparation des documents d'information destinés au public et d'animation du marché de ses titres par la société de Bourse. En outre, les actionnaires dirigeants s'engagent à conserver pendant une période de 5 ans, à compter de la date de la première cotation, 60 % des actions détenues par eux. Cette période peut être réduite par arrêté du ministre chargé des Finances après avis du CDVM. Les actions concernées doivent être inscrites en compte bloqué pendant cette période auprès de la société de Bourse visée ci-dessus ou d'un établissement affilié désigné par les soins de ladite société.

(7) L'action est considérée comme un produit nouveau pour lequel il faut lancer une publicité.

1.3. Rôle et missions de l'introducteur

L'introducteur se charge de l'évaluation de l'entreprise ; il est l'élément essentiel de la réussite de l'introduction de l'entreprise en Bourse. En collaboration avec l'entreprise, l'introducteur (syndicat de placement formé d'une ou plusieurs sociétés de Bourse qui se chargent de l'étude financière et d'un certain nombre de banques qui garantissent le placement) fixe le prix de l'émission des titres afin de les placer sur le marché. Pour diriger l'opération d'introduction et de placement, l'introducteur doit obligatoirement posséder le statut d'établissement de crédit.

En collaboration avec une agence de communication, le syndicat-introducteur, chef de file de placement, conseille à l'entreprise voulant être cotée de clarifier sa structure juridique et organisationnelle et son positionnement vis-à-vis des futurs investisseurs.

L'introducteur se charge également du timing de l'introduction, de la gestion des relations avec les instances de contrôle tels que le CDVM ou la société gestionnaire mais aussi et surtout de l'entretien et de l'assurance de la liquidité du titre après la première cotation.

Toute entreprise voulant être cotée sur l'un des marchés de la Bourse de Casablanca doit, avant de s'adresser au syndicat-introducteur, chef de file de placement, faire appel à un introducteur-conseil qui lui permettra de faire le bon choix concernant les intermédiaires (la banque ou les banques de placement, la société de Bourse et l'agence de communication), concernant l'évaluation de l'activité de l'entreprise et sa croissance future (*business plan*), concernant aussi les relais que doit entretenir l'entreprise avec les instances boursières et de contrôle et concernant l'aide à la rédaction de prospectus d'introduction visé par le CDVM.

En France, les responsabilités des banques varient suivant la nature du marché sur lequel s'introduit une entreprise. Sur les premier et second marchés, l'introducteur est dans l'obligation de fournir des prévisions chiffrées de l'exercice en cours, voire de l'exercice suivant. Sur le nouveau marché, l'introducteur doit vérifier le *business plan* de l'entreprise (sa croissance). De même, il s'engage à animer le titre pendant une période déterminée dans le cadre de ce qu'on appelle la tenue de marché ou IMT, introducteur teneur de marché. Il s'engage aussi à communiquer au marché une information financière régulière.

Sur les marchés de la Bourse de Casablanca, ces exigences ne sont pas complètement respectées. Sur le troisième compartiment (le nouveau marché), une discrétion d'action importante est donnée au syndicat-introducteur, juste quelques jours après l'introduction de l'entreprise. De même, l'introducteur n'est pas dans l'obligation d'une tenue de marché dans le cadre de ce qu'on appelle les contrats d'animation qui permettent un certain soutien à l'entreprise nouvellement cotée.

En France, par exemple, les sociétés de Bourse sont partie prenante du projet de l'entreprise voulant être cotée ; elles jouent le jeu, au moins à court terme, d'offres ultimes de liquidité. Elles sont des spécialistes de valeurs à l'image des offreurs de liquidité (*liquidity traders*) sur le NYSE (8) ; elles sont des teneurs de marché à l'image des *market makers* sur les marchés de contrepartie tels le NASDAQ (9) ou le SEAQ (10) ou le SEAQI (11).

Au Maroc, cette fonction de teneur de marché que doivent exercer les sociétés de Bourse n'est pas obligatoire, car elle n'est pas réglementée par la loi. L'absence d'une tenue de marché à la Bourse de Casablanca reste un problème de fond quant à la réussite des introductions boursières.

1.4. Valorisation de l'entreprise et prix de l'émission

Le choix du prix de l'introduction ou de l'émission est un compromis entre la vision de l'entreprise et celle des investisseurs. Il est considéré comme l'élément le plus sensible dans le processus d'introduction ; il doit faire l'unanimité parmi les acteurs participant à cette opération et satisfaire aux exigences relevant de plusieurs facteurs : la conjoncture, l'épargne disponible, les conditions de levée des fonds sur les marchés financiers et sur d'autres marchés en matière de taux, de garanties, de sécurité, de risques...

Ainsi, une évaluation de la valeur de l'entreprise ne peut être qu'objective et stratégique dans la mesure où elle doit être de nature à satisfaire les investisseurs et viser le moyen et le long termes. Cette évaluation se fonde sur des critères quantifiables dans le cadre d'un certain nombre de techniques (12) reconnues par les investisseurs et les analystes.

Néanmoins, le processus d'évaluation doit être accompagné d'une communication informationnelle stratégique : l'entreprise introduite doit montrer aux investisseurs et à toutes les parties concernées ses qualités mais aussi ses défauts à travers ses acquis et faiblesses historiques et son projet d'avenir. A la Bourse de Casablanca, aucune étude – sérieuse – sur l'histoire de l'entreprise, ses acquis historiques, ses perspectives d'avenir, ses projets, ses atouts, ses capacités industrielles, techniques compétitives mais aussi de transparence à travers la publication et l'étalage des bilans et comptes de résultats historiques n'a été faite par les sociétés introduites jusqu'à présent.

De même, l'évaluation des entreprises introduites à la Bourse de Casablanca ne se fait point d'une manière rigoureuse. La valeur de l'émission est souvent élevée, pour deux raisons : une raison objective due à la faible divisibilité du capital introduit (le nombre d'actions mis sur le marché est le plus souvent faible) ; une seconde raison due à une motivation pécuniaire dont la stratégie reste le court terme (l'entreprise introduite cherche à drainer plus de fonds sans se soucier de son projet de croissance à long terme). Au lieu de se pencher sur une divisibilité du capital adéquate débouchant sur un prix d'émission faible avec un nombre d'actions important couvrant un actionnariat diversifié (populaire et autres) et un nombre de stocks-options suffisant, l'entreprise introduite cherche à asseoir un climat de spéculation sur sa valeur.

(8) New York Stock Exchange.

(9) National association of securities dealers automated quotations.

(10) Stock exchange automated quotations.

(11) Stock exchange automated quotations international.

(12) Les techniques d'évaluation des entreprises les plus utilisées sont : les comparatifs boursiers se basant sur une comparaison entre l'entreprise à évaluer et la valeur des autres entreprises opérant dans le même secteur et déjà cotées en Bourse, la technique de la valeur comptable basée sur la valeur nette des actifs et la technique de goodwill.

A cela il faut ajouter les asymétries informationnelles sur la vraie valeur au cours de l’introduction. L’entreprise cherche, en effet, à dissimuler les informations quant aux cash-flow futurs de l’entreprise. Le syndicat introducteur sur le marché casablancais est le plus souvent une partie prenante de cette stratégie. Résultat : le marché sanctionne immédiatement l’entreprise. La valeur de l’action baisse après seulement quelques semaines de hausse en Bourse. C’est un jeu à somme nulle. Ce que gagne l’entreprise au début de sa cotation, elle le perd quelque temps après. Le syndicat introducteur est dans la même situation de figure que l’entreprise introduite : la détérioration de la valeur de l’entreprise entraîne la fuite et le retrait immédiat des investisseurs potentiels ; le nombre de transactions sur la valeur baisse très sensiblement ; ceci influe négativement sur le revenu de la société de Bourse en termes de commissions de courtage en Bourse.

1.5. Les procédures d’introduction à la Bourse de Casablanca

Les procédures d’introduction en Bourse répondent à deux objectifs : diffuser les titres dans le public et assurer leur première cotation. Il existe deux types de procédure d’introduction. Le premier type englobe les procédures dites “du marché”, centralisées par la Bourse de Casablanca et qui permettent de réaliser simultanément les deux objectifs ci-dessus. Elles sont au nombre de trois :

- l’offre à prix ferme (OPF) ou offre publique de vente (OPV) ;
- l’offre à prix minimum (OPM) ;
- la procédure ordinaire de cotation.

Un second type de procédure est à signaler : il s’agit de toute procédure de placement, centralisée par l’intermédiaire financier, chef de file du syndicat de placement, associée soit à une procédure ordinaire de cotation, soit à une offre à prix ferme ou à une offre à prix minimum permettant la négociation des titres. On peut en effet relever les principales caractéristiques des procédures d’introduction dans le tableau 2 ci-après.

Pour le premier type de procédure, on peut soulever deux caractéristiques importantes :

- il comprend plusieurs catégories d’ordres qui sont fonction du nombre de titres ou de la qualité de donneurs d’ordre ;
- il permet un traitement différencié de chacune des catégories d’ordre avec des taux de service préférentiels pour certaines d’entre elles.

Le second type est une formule mixte dans laquelle le placement et l’offre à prix ferme se déroulent simultanément ; le prix de placement ne peut être inférieur au prix de l’OPF.

On peut remarquer, d’après ce nombre croissant de procédures, qu’il est primordial pour l’entreprise désirant s’introduire de choisir la procédure adaptée à son activité et de mesurer les conséquences futures d’une telle décision. En effet, le choix de la procédure dépend du type d’investisseurs que la société souhaite associer à l’opération d’introduction. Par exemple,

Tableau 2
Les caractéristiques des procédures d'introduction

	Cotation ordinaire	Offre à prix minimum	Offre à prix ferme	Pré-placement
Prix d'offre	Minimum	Minimum	Prix ferme et définitif	<ul style="list-style-type: none">• Fourchette de prix annoncée lors de pré-marketing• Le prix définitif est fixé soit au début, soit à la clôture du placement
Annonce	Avis de la Bourse de Casablanca décrivant les modalités de l'opération			
Délai d'annonce (jours de Bourse)	5	10	10	Lors du pré-marketing
Ordres	Ordres à cours limité ; ordres au mieux acceptés	Ordres à cours limité uniquement	Ordres à prix d'offre	Technique du <i>book building</i>
Centralisation des ordres	Bourse de Casablanca			Société de Bourse
Attribution des titres	Taux de service identique pour tous les donneurs d'ordre appartenant à une même catégorie, réduction proportionnelle			Taux de service discrétionnaire
Taux de service minimum*	5 % sur l'ensemble des ordres cours coté	5 % dans la fourchette de prix servie	5 % de l'ensemble des ordres	Non applicable

(*) S'il ne peut être atteint en raison d'une demande trop forte, la procédure est reportée à un prix supérieur ; un blocage des fonds peut alors être demandé.

Source : SBVC (2001).

la procédure de placement cible essentiellement des investisseurs institutionnels que l'intermédiaire financier a la possibilité de sélectionner. Les procédures du marché permettent d'associer un actionnariat plus diversifié comprenant une part significative d'actionnaires individuels. Ce choix dépend aussi de la valorisation de l'entreprise. Ainsi, l'offre à prix ferme est utilisée sitôt que l'on cerne bien la valeur de la société introduite. Au contraire, les procédures à prix minimum ou la technique de *book building* utilisée dans les procédures de placement laissent au marché la faculté d'apprécier le prix d'introduction.

Les avantages importants et certains de l'introduction en Bourse ne sont pas réalisés sans supporter des coûts. La liberté du choix de telle ou telle procédure s'inscrit dans une structure de coûts variant selon ce choix. Une fois l'introduction réalisée, l'entreprise cotée continue à supporter des coûts liés à sa politique financière.

1.6. Les coûts d'introduction et de cotation

L'introduction à la Bourse de Casablanca, comme toute introduction sur n'importe quel marché du monde, est passible d'un coût supporté par l'entreprise désirant être cotée.

La structure des coûts sur le marché casablancais peut être appréhendée sur un calendrier de trois périodes.

1. Les frais préalables à l'introduction qui dépendent de la complexité du dossier et qui concernent les restructurations économiques (13) (filiation, fusion, cession), les réorganisations techniques et administratives et quelques autres innovations relatives à l'amélioration de la situation concurrentielle de l'entreprise. Les frais de réorganisation juridique (statuts, forme sociale, etc.) et de consolidation des comptes (périmètre, méthode, etc.) viennent ensuite. Enfin, l'entreprise doit supporter les frais de constitution des holdings de contrôle, des pactes d'actionnaires et de la mise en place d'un actionnariat salarié.

2. Les frais liés à l'introduction qu'on peut scinder généralement en trois rubriques :

- la rémunération des intermédiaires qui comprend une commission d'ingénierie et une commission de placement des titres. Cette dernière est variable selon la nature des titres placés (titres émis ou à émettre) et le choix de la procédure d'introduction (placement ou procédures du marché) ;

- la politique d'information qui porte sur la conception et l'édition des documents, l'organisation des réunions, la campagne de publicité financière, voire institutionnelle, les frais de publicité légale, la rémunération de l'agence ;

- la commission du visa, elle aussi variable selon la taille de l'entreprise introduite.

3. Les frais postérieurs à l'introduction qui sont directement liés à la politique de l'information et aux obligations légales. Ces coûts sont récurrents et généralement regroupés dans un budget annuel. Ils concernent les principaux postes suivants :

- la publication légale ;
- la publicité financière ;
- la convocation et la tenue de l'assemblée générale ouverte aux actionnaires ;
- l'édition et la diffusion du rapport annuel, de lettres aux actionnaires ;
- les frais de services des titres ;
- la rémunération du contrat de liquidité ou d'animation, le cas échéant.

Ceci étant, si les frais d'une introduction en Bourse ne sont pas négligeables, il convient néanmoins d'avoir à l'esprit que :

- ces frais dépendent du programme de travail arrêté par les dirigeants avec chacun des partenaires de l'introduction ;

(13) Ces restructurations économiques peuvent être fatales sur le plan social, car elles peuvent engendrer des suppressions d'emplois massives, auquel cas l'image de l'entreprise cotée est moins crédible sur le marché.

Les introductions à la Bourse de Casablanca

- certains de ces frais, notamment ceux relatifs à la conformité aux normes en matière de comptes peuvent être étalés sur trois ans ;
- ces frais doivent aussi être examinés par rapport à la notoriété et à la crédibilité acquises par la société nouvellement cotée.

Le coût peut donc être considéré comme un facteur important du manque d'introduction d'entreprises de petite et moyenne tailles. Il représente généralement entre 3 et 5 % (14) du capital introduit, ce qui n'est pas négligeable. Néanmoins, ce n'en est pas l'unique raison.

(14) Voir *Société de Bourse des valeurs de Casablanca* (2002).

2. Les causes de la faiblesse des introductions à la Bourse de Casablanca

L'une des caractéristiques les plus marquantes de la Bourse de Casablanca est la faiblesse des introductions (15). En effet, pour que le marché soit fluide et liquide, il est nécessaire qu'il s'alimente de temps à autre de nouvelles introductions qui lui permettront de couvrir la nouvelle demande d'actions exprimée sur le marché. Cette demande émane des investisseurs nationaux en nombre important formés essentiellement d'institutionnels, de certains spéculateurs et d'un nombre limité d'investisseurs étrangers (institutionnels) intervenant pour l'achat des obligations et des bons de privatisation.

(15) Voir le rapport de la Banque mondiale sur le Royaume du Maroc, 2004 ; voir aussi, « Royaume du Maroc : note de stratégie du secteur financier », Rapport confidentiel de la Banque mondiale en 2000.

Depuis la réforme boursière de 1993, on a remarqué une légère diminution des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca qui est due en particulier à des radiations. Cette diminution n'a cessé de s'accroître après la seconde réforme de 1997 et la mise en place de la cotation électronique en 1998 ; la raison en est la vague des fusions-acquisitions.

Le manque de papier commercial, caractéristique intransigeante des marchés émergents de petite taille, a pour causes à la fois les problèmes économiques et les problèmes extra-économiques se situant aux niveaux technique et configurationnel, socioculturel, institutionnel, éthique et au niveau de l'entreprise elle-même.

L'objectif de ce point sera de traiter les principales raisons du manque des introductions à la Bourse de Casablanca. Nous les divisons en trois catégories : les raisons purement économiques, les raisons socioculturelles et les raisons techniques et juridiques liées au développement de la Bourse et à l'insuffisance de l'arsenal juridique et institutionnel.

2.1. Les raisons économiques

Aujourd'hui, toutes les économies modernes, qu'elles soient développées ou émergentes, se basent pour financer une grande partie de l'activité réelle sur l'épargne qui transite par la Bourse. En effet, au Maroc, la capitalisation boursière représente 29,42 % du PIB en 2003, 42,23 % en 1998, alors que ce même ratio représentait seulement 10,62 % en 1993. Le nombre de sociétés cotées est, par contre, passé de 65 à 52 durant la même période. Il y a eu jusqu'en 2004 17 introductions privées, 11 introductions à l'occasion

de privatisations, une dizaine de radiations suite à des opérations fusion-absorption et 24 radiations de sociétés cotées qui ne respectaient pas les conditions fixées par la loi de 1993. Le tableau suivant montre la faiblesse des introductions privées pendant cette période.

Tableau 3

Les introductions privées en Bourse depuis 1995

Emetteurs	Date OPV	Nature opération	Nombre de titres introduits	Nombre de titres demandés	Nb de sous-cripteurs	Capitalisation en 2002 (MMAD)	Volume négocié en 2002 (MMAD)
GENE. TIRE	1995	AC	126 000	1 185 608	15 365	69	0
CREDOR	1996	Cession	240 000	4 214 239	14 153	212	45
LAFARGE	1997	AC	4 764 305	ND	ND	5 117	515
MAR. LEASING	1997	AC	212 660	4 538 700	59 026	207	36
MAGHREBAIL	1997	AC	205 064	3 637 163	25 840	410	81
TASLIF	1997	AC	76 750	823 881	19 370	66	4
MAR. VIE	1998	Cession	60 000	494 173	7 478	162	261
WAFI ASSU.	1998	Cession	787 500	18 509 560	35 855	1 533	352
PAPELERA	1998	AC	183 750	19 505 487	20 549	74	5
ALU. MAROC	1998	AC	186 708	455 922	1 499	216	45
AGMA	1998	Cession	88 000	604 096	7 080	315	226
AUTO NEJMA	1999	AC+Cession	258 400	556 910	1 906	267	27
AFRIQ. GAZ	1999	AC	412 500	1 875 344	7 587	238	25
MAGH. OXY.	1999	AC	325 000	3 067 924	12 739	166	27
MANAGEM	2000	Cession	2 126 930	19 888 109	32 024	4 364	998
UNIMER	2001	AC	110 000	916 526	3 057	241	68
IB MAROC	2001	AC+Cession	83 500	139 802	771	104	34
Total			10 247 067	80 413 444	264 299	13761	2749

Source : SBVC (2002), FIBV (2002).

(16) La capitalisation totale de la Bourse de Casablanca en 2002 est de 87 180 MDh.

(17) Le volume global "actions" négocié en 2002 est de 22 460 MDh.

Ces sociétés ne représentent que 15,78 % de la capitalisation totale (16) et 12,23 % du volume global (17) "actions" négocié en 2002. Nous notons en effet le caractère très limité de la négociabilité de leurs actifs.

Ceci étant et d'après une lecture simple du tableau ci-dessus, deux remarques peuvent être faites :

– le nombre de souscripteurs est faible ; par contre, le nombre de titres demandés est très important ; ceci s'explique par deux phénomènes essentiels : le premier reflète la façon dont est orientée l'épargne des ménages. Celle-ci est placée généralement sous forme de dépôts à terme ou sous forme d'achat de bons du Trésor négociables. Le second reflète la situation du marché

Les introductions à la Bourse de Casablanca

dominé par les professionnels de la Bourse et les grandes entreprises (banques et groupes financiers) ;

– le marché, durant cette période, est animé par les cessions d’entreprises d’Etat dans le cadre de la privatisation ; la part des introductions publiques dans le total des offres publiques de vente, depuis la réforme de 1993, dépasse les 30 %.

Le tableau ci-dessous montre le poids de la privatisation dans l’activité du marché et la part des entreprises cédées dans la capitalisation boursière totale actuelle.

Tableau 4
**Les privatisations depuis 1995 et leur poids
dans la capitalisation du marché et dans le volume total échangé**

Emetteurs	Date OPV	Nature opération	Titres introduits	Titres demandés	Nb de sous-cripteurs	Capitalisation en 31/12/2002 (MMAD)	Volume négocié en 2002 (MMAD)
BMCE	1995	Cession	1 401 000	8 533 127	51 485	6 969	2 545
EQDOM	1995	Cession	200 000	691 168	22 013	848	158
SAMIR	1996	Cession	6 172 000	10 975 751	59 560	6 343	895
SONASID	1996	Cession	1 365 000	2 235 041	11 449	1 950	765
FERTIMA	1996	Cession	690 000	3 077 567	11 960	518	277
SMI	1997	Cession	329 018	1 931 218	14 153	1 678	811
BCP	2004	Cession	1 177 610	10 254 573	22 423	ND	ND
Total			11 354 628	37 698 445	193 043	18 306	5 451

Source : SBVC (2002).

Il y a lieu de noter qu’une seule opération de privatisation a eu lieu en juin 1997. A l’opposé, la part des sociétés privatisées dans la capitalisation totale des sociétés introduites (18) depuis 1993 dépasse les 60 % en 2002. La capitalisation de ces entreprises occupe 15,01 % de la capitalisation totale de la Bourse de Casablanca la même année. De même, le volume de leurs transactions est de plus de 24 % du volume global “actions” négocié en 2002. Cette part a atteint en 1999 la valeur de 41,75 %.

Un autre point semble important en ce qui concerne l’activité de la Bourse de Casablanca : il s’agit des obligations émises ou garanties par l’Etat dont le rôle, très actif sur le marché (19), n’est pas à négliger. Sur une période de 6 ans, le cumul de transactions en titres sous forme d’obligations et de bons du Trésor négociables est de 360 474 ; en volume, il représente 7 842 MMDh avec une moyenne quotidienne en titres de 1 442 et en volume

(18) Exclusion faite de l’augmentation du capital de l’ONA survenue en mai 1994.

(19) Les institutionnels (les OPCVM, en particulier) constituent leurs portefeuilles SICAV en grande partie sous forme d’obligations, dont une proportion très importante émise par l’Etat ou garantie par lui.

de 31 MMDh. Ce phénomène oriente une part importante de l'épargne disponible des ménages vers l'achat des titres publics, par définition moins risqué. Il en résulte une baisse de l'activité boursière.

Une étude comparative entre le Maroc et certains pays émergents quant aux nouvelles introductions boursières est rapportée dans le tableau 5, page suivante.

A travers la lecture de ces statistiques, nous posons désormais la question des raisons de la faiblesse des introductions à la Bourse de Casablanca, comparativement à certains pays émergents au degré de développement économique sensiblement identique à celui du Maroc. Ainsi, parmi les causes relevant de l'aspect économique général, nous notons les points suivants.

1. L'économie marocaine est ambivalente, fonctionnant à deux vitesses.

– D'abord c'est une économie sous-développée, informelle et non structurée ; elle se caractérise par sa vulnérabilité dans le domaine agricole à cause des conditions climatiques défavorables. Dans le domaine industriel, cette économie est formée, à 95 %, de petites et moyennes entreprises souvent en surchauffe et en pénurie permanente de capitaux pour soutenir leur croissance. Leur situation actuelle, aussi bien sur le plan de leur gestion interne que sur le plan de leur positionnement externe, se trouve très fragilisée avec l'ouverture économique du Maroc sur le reste du monde dans le cadre des zones de libre-échange. Ce type d'entreprises sans solidité financière, sans innovation technologique et organisationnelle et sans transparence au niveau de leur activité commerciale et de production et avec les tiers n'ont pas les moyens financiers et techniques suffisants de prendre le risque d'une cotation, souvent très contraignante (20). Car elle exige une certaine rigueur et une certaine régularité au niveau de la communication financière et des documents comptables nécessaires à l'information du public. La solution à ce problème que connaissent les PME-PMI peut être trouvée dans leur redressement économique et financier. Ce dernier ne peut pas se réaliser sans l'intervention de l'Etat en tandem avec le secteur bancaire : l'allègement du coût du crédit mais aussi des frais d'introduction et la baisse des charges fiscales peuvent constituer des solutions de rechange. L'Etat, en prenant l'initiative de devenir actionnaire minoritaire dans le capital des entreprises les plus innovantes, peut donner plus de crédibilité au projet de croissance de ces PME-PMI.

– Ensuite, c'est une économie moderne basée sur le capital financier extrait de l'exportation du phosphate et de ses dérivés, des produits agricoles et des produits textiles de procuration (la sous-traitance). Ces entreprises, qui ont été un certain temps entre les mains de l'Etat, ont été privatisées et sont actuellement les *top ten* de la Bourse de Casablanca. D'autres entreprises publiques de grande taille peuvent être privatisées et cotées sur le marché boursier, comme, par exemple, les télécommunications (Maroc Télécom) ou la RAM. D'autres encore sont des monopoles naturels dont le rôle reste

(20) L'expérience de IB-Maroc, récemment introduite sur le nouveau marché, n'est pas vraiment réussie.

Tableau 5

**Le poids de la capitalisation dans le PIB
et la dynamique des introductions**

Pays	PIB en MM 2003	Capitalisation en MM 2003	Capi./PI B 2003	Variation de l'indice 2003/2002	Sociétés cotées 2003	Sociétés étrangères cotées 2003	Nouvelles introductions 2003	Radiations 2003	Transactions en MM 2003	Augmentation du capital
Maroc	44704	13 152 4	29,42 %	32,3 %	52	52	0	3	2 578,5	28,6
Jordanie	9 865	10 963 0		53,8 %	161	161	3	0	2 616,8	79,3
Egypte	76 399	27 837 5	111,13 %	134,5 %	978	978	17	345	3 200,8	1 277,0
Thaïlande	142 832	119 017 2	36,43 %	116,6 %	418	418	27	7	102 420,8	ND
Chypre	12 861	4 804 4	83,32 %	-14,7 %	133	133	1	2	326,7	436,4
Turquie	243 783	68 379 2	37,35 %	79,6 %	285	285	4	7	98 160,3	509,5
Malaisie	103 247	160 970 3	28,04 %	22,8 %	902	902	58	17	52 233,4	1 776,0
Philippines	80 420	23 190 5	155,90 %	41,6 %	236	236	5	3	2 672,6	31,5
Pologne	206 619	37 404 5	28,83 %	44,9 %	203	203	6	19	9 662,7	378,6
Indonésie	207 530	54 659 1	18,10 %	62,8 %	333	333	6	4	14 652,4	1 642,1
Chili	71 495	87 508 4	26,33 %	45,8 %	241	241	2	8	6 647,3	2 573,3
Colombie	77 117	14 258 5	122,39 %	45,1 %	108	108	4	6	142 061,8	1 121,5
Argentine	129 707	34 994 7	18,49 %	89,2 %	110	110	0	4	3 078,2	348,9
Kuwait	34 395	60 951 6	26,98 %	101,7 %	110	110	13	ND	56,1	1 185,3
Arabie Saoudite	207 318	157 294 1	177,21 %	76,2 %	70	70	2	0	159 053,9	103,8
Bulgarie	20 000	1 755 1	75,87 %	148,2 %	338	338	13	26	116,6	61,9
Croatie	28 329	6 125 7	8,77 %	1,1 %	157	157	94	4	246,7	ND
Iran	143 273	27 544 2	21,62 %	115,8 %	345	345	38	0	4 667,8	917,1
Israël	116 449	68 904 4	19,22 %	55,4 %	577	577	6	53	19 114,8	734,6
Rosario (Arg.)	129 707	36 794 3	59,17 %	104,2 %	112	112	0	4	204,1	2 482,6
Venezuela	60 795	14 125 0		74,9 %	227	227	7	10	1 139,8	397,0

Source : FIBV (2003) et IIS (2003).

stratégique pour l'économie nationale comme l'OCP ou l'ONCF. Ces grandes entreprises ne sont pas en mesure d'être privatisées. Reste un bon nombre d'entreprises de taille moyenne qui ne veulent pas s'introduire en Bourse pour la seule raison qu'elles sont à caractère familial. Ces entreprises-ménages, selon les termes de McKinnon, s'autofinancent au lieu d'élargir leur activité à long terme en empruntant le relais du marché. L'investissement, supposé indivisible dans ce cas, est donc totalement autofinancé par une accumulation préalable ou par le recours à des circuits informels.

2. Un second problème est lié à la faiblesse de la croissance économique et à la mauvaise répartition (21) des fruits de cette infime croissance. Les ménages marocains, en majorité pauvres, se trouvent dans l'incapacité de pouvoir dégager une épargne positive.

(21) Cette mauvaise répartition des fruits de la croissance et son gaspillage accentuent les disparités sociales et aboutissent à la quasi-inexistence d'une classe moyenne capable d'épargner et d'investir en Bourse.

(22) Manque de papiers, selon le langage des professionnels boursiers.

2.2. Les raisons socioculturelles

Parmi les raisons essentielles du manque d'introductions (22) à la Bourse de Casablanca, notons le caractère familial des petites et moyennes entreprises. Ce caractère a certes une influence sur les entreprises marocaines quant à leur décision de s'ouvrir sur le capital étranger. De ce fait, les clauses statutaires (les clauses d'agrément et de préemption), qui caractérisent les sociétés fermées, peuvent devenir incompatibles avec l'introduction en Bourse : les entreprises familiales marocaines acceptent difficilement l'abrogation de leurs statuts et de s'ouvrir sur l'actionnariat étranger.

De part et d'autre, le Maroc n'a pas une grande expérience en termes de transparence et de communication financière. Lors de l'introduction de nouvelles règles concernant la publication financière rendue obligatoire, dans le cadre de la réforme de la bourse de Casablanca, 18 sociétés sur 63 ont préféré se faire radier plutôt que de se mettre à nu. En 1996, lorsque la nouvelle loi sur les sociétés anonymes avait institué la certification obligatoire des comptes par un véritable commissaire aux comptes, des milliers de sociétés anonymes se sont transformées en sociétés à responsabilité limitée afin d'échapper à cette indiscretion devenue contraignante. Les comptes de l'entreprise sont un secret de famille que l'on ne partage pas, surtout avec le fisc. Et l'ouverture du capital est assimilée à la perte du contrôle de la société.

Un deuxième facteur de blocage non moins important est celui qui relie l'investissement boursier, à travers le risque, et le facteur socioculturel. Cette dimension culturelle pose la question du rapport méfiant qu'entretient l'investisseur face aux potentialités économiques qu'offre la Bourse. Autrement dit, l'investisseur marocain est avers au risque, il préfère des rentes régulières provenant des placements à terme et de la spéculation immobilière.

De même, les entreprises marocaines préfèrent des projets à court et très court termes ; c'est ainsi qu'elles préfèrent le financement de court terme qui provient quasi exclusivement du crédit bancaire à petites sommes. Ce type de crédit sert à pallier les problèmes de trésorerie. Dans le cas d'une

éventuelle extension à long terme de son activité, l'entreprise recourt à la finance informelle non réglementée ou à l'apport des anciens actionnaires.

Ce problème socioculturel de l'entreprise marocaine trouve ses bases dans sa structure organisationnelle. Les structures mentales au sein de cette entreprise sont quasi féodales ; elles sont hostiles à tout type d'innovation. L'entreprise marocaine est en panne de compétences ; elle est non compétitive et incapable de dépasser ses contradictions culturelles. Sa léthargie se trouve dans son archaïsme.

2.3. Les raisons institutionnelles et techniques

L'exercice de la fonction des institutions liées directement ou indirectement à la Bourse des valeurs de Casablanca est quelque peu mitigé. Le secteur institutionnel boursier marocain accuse un retard important relativement au développement boursier que connaissent les pays émergents tels que la Thaïlande, l'Argentine ou l'Afrique du Sud.

Sur le plan du contrôle de l'activité boursière (opérations des initiés), de la diffusion de l'information financière par les sociétés faisant un appel public à l'épargne, les instances de contrôle que constituent le CDVM et la société gestionnaire de la Bourse de Casablanca ne disposent pas de moyens juridiques, financiers, humains et techniques nécessaires à l'exercice d'un contrôle efficace (23).

Une réforme institutionnelle des instances de contrôle avec leur tête le CDVM s'impose. Cette réforme doit conférer à ce dernier un statut d'autonomie sur le plan financier, réglementaire et décisionnel. Le contrôle de l'information publique quant à sa crédibilité est un facteur essentiel de la dynamisation de l'activité boursière. L'afflux de divers types d'investisseurs (les institutionnels nationaux et étrangers, arbitragistes, spéculateurs et le public) peut constituer un élément incitatif pour les entreprises marocaines à faire appel à l'épargne publique en passant par la Bourse. Ceci ne peut se réaliser que si la transparence et l'équité dans le traitement des ordres et leur centralisation obligatoire (24) sur le marché sont installées.

Parallèlement à cette réforme portant sur le contrôle de l'information, des réformes structurelles en termes d'ajustements fiscaux et de droit des sociétés pour les entreprises cotées et non cotées doivent être en marche. La réforme de la société anonyme engagée en 1995 reste insuffisante, ceci pour trois raisons principales :

- la réforme est muette sur le plan de l'actionnariat (en particulier sur les stock-options) ;
- cette réforme reste très vague dans la mesure où elle indique sans la moindre rigueur les modalités d'émission des titres négociables sur la Bourse de Casablanca ;
- les critères quantitatifs retenus pour classer une société anonyme ne sont pas suffisants pour parler vraiment d'une société qui fait appel à l'épargne publique.

(23) Pour plus de détails sur le contrôle du CDVM et de la société gestionnaire de Casablanca, se référer à El M'Kaddem et El Bouhadi (2004).

(24) Les autorités boursières doivent sanctionner toutes les transactions qui peuvent s'effectuer sur les marchés parallèles.

Par conséquent, des critères qualitatifs doivent se substituer aux critères quantitatifs retenus. On peut citer à titre d'exemple la qualité des actionnaires et l'apport des capitaux externes. Une législation de rigueur doit être installée en termes de contrôle imposé sur ce type de sociétés par le biais de la réforme du statut juridique du commissaire aux comptes.

Par ailleurs, la réforme doit toucher toutes les formes de sociétés afin de trouver une formule commune et une possibilité pour l'ensemble de ces sociétés de faire un appel public à l'épargne et finalement d'être cotées en bourse.

Sur le plan de la microstructure de la Bourse de Casablanca, une réforme configurationnelle touchant le système d'échange et le système des coûts de transaction est nécessaire. L'amélioration du dynamisme boursier et surtout de la liquidité passe par une réforme du système fiscal, par une baisse des coûts de transaction, mais aussi par la mise en œuvre d'un certain nombre de techniques modernes (internet et autres) de transaction. Les courtiers en ligne (*brokers on line*) doivent avoir leur place au sein de la Bourse dans le but d'acheminer plus d'ordres dans son carnet électronique.

L'homogénéisation de la réforme des sociétés ainsi que la modification de la structure de la Bourse de Casablanca et sa modernisation sont un préalable indispensable à l'efficacité opérationnelle du marché. Cette efficacité est dépendante de l'efficience informationnelle, elle aussi indispensable à la dynamique du marché.

Conclusion

L'exposé de cet article montre que les causes de la faiblesse des introductions à la Bourse de Casablanca ne se trouvent pas seulement dans la sphère économique ; elles se trouvent aussi dans la sphère extra-économique. Les facteurs institutionnels et socioculturels peuvent, en effet, constituer des freins importants à la dynamique des introductions. L'archaïsme de l'entreprise marocaine, le manque de transparence dans la diffusion de l'information financière et d'équité dans le traitement des ordres, la panne des réformes des institutions économiques, financières, bancaires et boursières, une microstructure boursière figée caractérisée par un système d'échange inefficace, un niveau élevé des coûts de transaction et un système de contrôle de l'information et de l'activité boursière inadapté... sont autant de raisons du manque d'introductions à la Bourse de Casablanca.

Le manque d'introductions est lié aussi au manque d'information ; en effet, une politique systématique d'information concernant les bienfaits de l'introduction doit être mise en application. Les médias et surtout les banques doivent mener une campagne d'information et de sensibilisation des entreprises en mesure d'être facilement cotées. De même qu'une politique bien définie de l'entreprise et s'inscrivant dans le cadre de l'innovation doit être appliquée. Le projet de l'entreprise dans le cadre de sa croissance future, via son introduction, doit intégrer toutes les parties prenantes de

l'entreprise ; les stock-options doivent être une première étape de l'entreprise qui veut être cotée, avant de s'orienter vers la recherche de nouveaux actionnaires ; le climat de confiance est la clé de la réussite de tout projet d'introduction en Bourse.

Références bibliographiques

- Batsch L. (2001), « Sur quelques études d'évaluation des titres introduits au second marché », *Cahiers d'analyse financière*, janvier.
- Belkeziz-Laraoui N. (1998), *Vers une dynamisation du marché boursier marocain*, Imprimerie El Maârif Al Jadida.
- BIRD (2000), *Royaume du Maroc : note de stratégie du secteur financier*, Rapport confidentiel.
- BIRD (2004), *Rapport de la Banque mondiale sur le Royaume du Maroc*.
- Chahine S. (2001), « Notoriété, information et valeur autour de l'introduction en Bourse dans le secteur informatique », *Cahiers d'analyse financière*, janvier.
- Chien-Hsun C., Hui-Tzu S. (2003), « Initial Public Offering and Corporate Governance in China's Transitional Economy », *NBER Working Paper Series* n° 9574.
- Cotty T. et Corrieras M. (1999), *Introduire son entreprise en Bourse*, Editions Lamy-Les Echos, Paris.
- Desbarrières N. (2001), *la Bourse et ses Back-Offices*, Economica, Paris.
- El Abdaimi M. (2001), *Maroc : pays émergent ?*, Imprimerie Najah El Jadida.
- El Bouhadi A. (2002), « Microstructure et efficience du marché boursier marocain », thèse de doctorat, Université Mohamed Ben Abdellah, Fès.
- El M'Kaddem A. et El Bouhadi A. (2004), « Microstructure et organisation du marché boursier marocain », *Critique économique* n° 12.
- Fercres M. et Rivière G. (2000), *Introduction en Bourse*, Edition d'Organisation, Paris.
- FIBV (2003), *Emerging market*, Annual Report.
- FIBV (2002), *Base de données sur les pays émergents*.
- Guimard A. (1997), « Communication financière », *Encyclopédie des marchés financiers*, Economica, Paris.
- IMF (2003), « Morocco : Financial System Stability Assessment », *IMF Country Report* n° 03/212.
- IMF (2004), « Morocco : Selected Issues », *IMF Country Report*, n° 04/164.
- Jaffeux C. (1987), *Bourse et financement des entreprises*, IOF.
- Léger J-Y. (2001), « La communication financière lors de l'introduction en Bourse », *Cahiers d'analyse financière*, janvier.
- Léonard M. (1999), « Le vade-mecum de la communication des sociétés à l'introduction », *Analyse financière*, n° 120.
- Lereboullet J. (2001), « L'information financière à l'heure de la mondialisation », *Cahiers d'analyse financière*, janvier.
- Pagano M., Randl O., Röell A. and Zechner J. (2000), « What makes stock exchanges succeed ? Evidence from Cross-Listing Decisions », CSEF, *Working Paper* n° 50.
- Perrin E. (1997), « Marchés financiers des petites capitalisations », *Encyclopédie des marchés financiers*, Economica, Paris.
- Pilverdier-Latrete J. (1997), « Introduction en Bourse », *Encyclopédie des marchés financiers*, Economica, Paris.
- Planche J-M. (1997), « Syndication et placement sur les marchés des actions », *Encyclopédie des marchés financiers*, Economica, Paris.
- Ravaz G. (2003), *L'Introduction en Bourse : l'expérience des chefs d'entreprise*, Gualino éditeur, Paris.

Société de Bourse des valeurs de Casablanca
(2002), *Guide de l'introduction et de
financement*, Casablanca.

Société de Bourse des valeurs de Casablanca
(2001), *Fact book*.

Société de Bourse des valeurs de Casablanca
(2002), *Fact Book*, Casablanca.

Société de Bourse des valeurs de Casablanca
(2003), *Fact Book*, Casablanca.

Souiri M. (2000), *Investir en Bourse*, édition
Skhole.