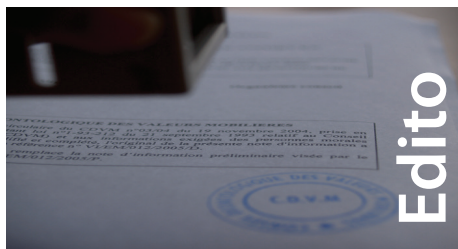




Indicateurs-clés du 4 ^e trimestre 2015	P2
@CDVM	P3
Flash Interview: Madame Ghizlane RABHI Chef du service Visas et agréments	P4
Focus: Le prêt emprunt de titres, évolution de l'activité durant les trois premiers trimestres de l'année 2015	P5
Etude: Les offres publiques sur le marché boursier: bilan d'une pratique récente au Maroc	P6



Année 2015 : le calendrier des réformes du marché financier marocain s'accélère...

L'année 2015 a été marquée par des avancées majeures, annonçant une évolution structurante du marché financier marocain et des acteurs qui y opèrent.

Depuis quelques années déjà, et sous l'impulsion des autorités publiques, un processus de réformes avait été lancé visant à insuffler un nouvel élan au marché des capitaux marocain. Portée par une grande ambition de développement, la réforme se voulait d'une dimension globale couvrant plusieurs axes à la fois : la réorganisation institutionnelle, le développement des produits et le renforcement des moyens d'action des autorités de régulation. Par ailleurs, la mise en place d'un dispositif législatif propre à l'industrie de la finance participative et la refonte du texte sur la bourse, ainsi que la mise en place d'un cadre approprié pour les OPCV, illustrent cette vision globale et cette volonté de doter la place de nouveaux outils et de nouveaux produits.

L'année 2015 a sans doute constitué un point d'inflexion dans la mesure où le calendrier des réformes du marché financier marocain s'est précisé par des actions fortes et concrètes.

Le démarrage du processus de démutualisation de la bourse de Casablanca a été incontestablement l'une des actions-phares. Elle consiste en l'ouverture du capital de la bourse de Casablanca, au profit d'acteurs institutionnels nationaux dans un premier temps, et internationaux par la suite, et la définition d'un nouveau cadre organisationnel et contractuel, qui promet une meilleure efficacité de la gouvernance de la bourse ainsi que la modernisation de ses outils techniques et technologiques. S'ensuivra la réorganisation institutionnelle plus globale intégrant les acteurs actuels et à venir, notamment la chambre de compensation et la société gestionnaire du marché à terme.

Aussi, l'élargissement des compartiments du marché financier est essentiellement porté par le projet de mise en place d'un marché d'instruments financiers à terme. Celui-ci entame sa phase de finalisation avec la mise en place de

ses textes d'application programmée pour 2016, et qui constitue la dernière étape en vue de son opérationnalisation.

Non moins importants, d'autres projets sont également attendus sur leur phase de concrétisation, dans le sillage de la modernisation de la bourse, de la mise en place du cadre régissant le placement collectif immobilier ou de l'entrée en vigueur du nouveau régime de l'appel public à l'épargne, pour n'en citer que quelques-uns.

Le CDVM s'inscrit pleinement dans cette dynamique en apportant sa contribution et en se préparant à jouer un rôle encore plus important. A ce titre, le renforcement de ses outils de régulation a été un axe majeur dans le plan de développement de 2015, avec notamment l'achèvement de deux projets importants de modernisation de ses infrastructures de contrôle des opérateurs et d'analyse des risques. D'un côté, le déploiement de SESAM (Système d'échanges et de supervision de l'autorité du marché), solution informatique permettant aux émetteurs, intervenants et entreprises de marché de communiquer avec le CDVM de manière structurée et automatique aussi bien dans le cadre des demandes d'autorisations que dans le cadre des reportings. De l'autre, le projet d'implémentation d'un système GRC (gouvernance, risque et conformité), destiné à définir un cadre normatif et des outils de gestion des risques liés à l'activité des intervenants contrôlés par le CDVM.

Le passage au statut de l'AMMC devrait renforcer les capacités d'action de l'institution et œuvrer efficacement au succès de la transformation qui s'opère et qui devrait s'accélérer en 2016. En effet, la nouvelle organisation (mise en place d'un collège des sanctions, etc.) et l'élargissement des missions (évolution du périmètre de contrôle, habilitation de certaines fonctions, éducation du public, etc.) qui accompagnent cette réforme permettront d'assurer une régulation plus efficace et à la hauteur des challenges qui se profilent. Cette nouvelle architecture législative s'appuiera sur une refonte du règlement général actuel qui donnera à l'Autorité les appuis réglementaires nécessaires. A ce titre, une réflexion sur la consolidation de notre arsenal coercitif et son adaptation s'impose afin d'accompagner efficacement les évolutions qui se dessinent.

L'année 2016 s'annonce chargée, l'amorce d'un processus de changement dont la cadence est appelée à s'accélérer.

International

Au cours du quatrième trimestre 2015, l'activité internationale a été notamment marquée par les événements suivants :

a. Travaux des Comités techniques permanents de l'Organisation Internationale des Commissions des Valeurs (OICV)

Les travaux des comités techniques permanents de l'OICV dont le CDVM est membre ont donné lieu à la publication de nombreux rapports ayant couvert les thématiques suivantes :

Ainsi, le comité technique n° 3, en charge des sujets relatifs aux intermédiaires du marché, a produit un rapport sur le « Crowdfunding » issu du sondage réalisé auprès des pays membres, accompagné d'une note sur la régulation de cette activité. Dans le même cadre, le comité a établi un rapport sur le plan de continuité d'activité et de redressement des intermédiaires de marché.

S'agissant du comité n° 5 relatif à la gestion d'actif, l'OICV a publié deux rapports, l'un sur les standards de conservation des actifs des OPC et l'autre sur les outils de gestion de liquidité des OPC.

b. Participation du CDVM aux réunions de travail des services de compensation de la CCP Monte Titoli LES group

Dans le cadre des travaux du comité d'opérationnalisation de la chambre de compensation, le CDVM a pris part aux réunions de présentation des services de compensation de la CCP Monte Titoli LSE group, filiale de London Stock Exchange Group, organisées les 26 et 27 octobre à Rome.

Deux séances de travail ont été consacrées au fonctionnement de la contrepartie centrale italienne (gouvernance, gestion des risques, plateforme informatique, etc.). L'objectif étant d'évaluer un modèle de sous-traitance pouvant répondre au cahier des charges sur lequel s'appuie le projet marocain.

Il est à signaler que le CDVM a fait partie de la délégation marocaine constituée de Bank Al-Maghrib, la Bourse de Casablanca et Maroclear.

c. Coopération internationale

Au niveau de la coopération internationale, deux événements ont eu lieu au cours du quatrième trimestre 2015 :

- **Organisation d'une visite à l'AMF au profit du chef de service « sociétés de gestion » :** l'objet de la visite a porté sur le capital-investissement, principalement le suivi et le contrôle des activités de « Private Equity », ainsi que sur la Titrisation.
- **Organisation de la visite d'un membre du collège du Conseil du Marché Financier (CMF) Tunisie au CDVM :** la visite a eu pour objet l'examen du cadre juridique relatif au capital-investissement au Maroc. A cet effet, l'intéressé a été pris en charge par la direction juridique et la direction gestion de l'épargne qui lui ont présenté l'activité du capital-investissement au Maroc sur les plans juridique et technique.

Les Chiffres du Trimestre (milliards de Dh)

Dettes levées			Volume boursier			Actif net OPCVM		
-62% ↓	T4 2014	5,25	8% ↑	T4 2014	20,2	10% ↑	T4 2014	300,5
	T4 2015	1,99		T4 2015	21,8		T4 2015	330,1

Indicateurs-clés du 4^e trimestre 2015

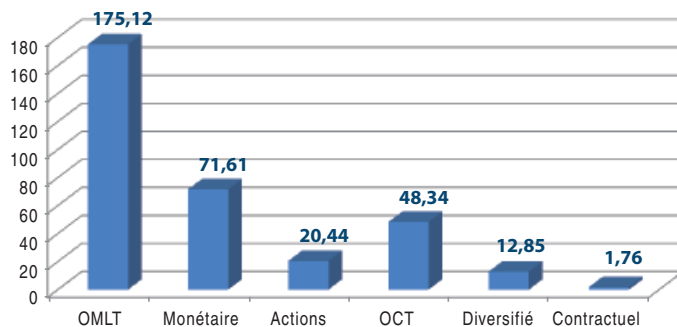
Opérations financières visées ou validées par le CDVM

Nature d'opérations	Type d'opérations	Nombre d'opérations
Augmentation de capital	Augmentation de capital réservée aux salariés	3
Emission de titres de créance	Mise à jour annuelle d'informations relatives aux programmes d'émission de Billets de Trésorerie	5
	Mise à jour annuelle d'informations relatives aux programmes d'émission de bons de sociétés de financement	4
	Mise à jour annuelle d'informations relatives aux programmes d'émission de Certificats de dépôt	4
Emission d'obligations	Emission d'obligations ordinaires	1
	Emission d'obligations subordonnées	2
Cession de parts d'un FCPE	Cession de parts	1
Introduction en bourse	Introduction par cession d'actions	1
Total		13

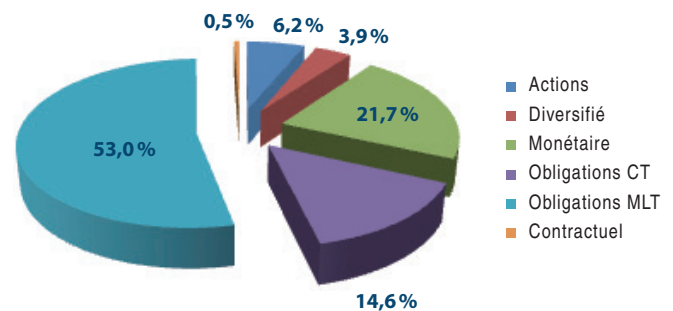
Visas et agréments d'OPCVM

	Nombre de dossiers	Observations
Visas des notes d'information	25	5 visas concernent des fonds nouvellement créés
Agréments des fonds OPCVM	25	2 agréments concernent des fonds nouvellement créés

Actif net par catégorie d'OPCVM au 28/12/2015 (en milliards de dirhams)



Structure de l'actif net par catégorie d'OPCVM



Indicateurs-clés de l'année 2015

Opérations financières visées par le CDVM

Nature d'opérations	Nombre d'opérations
Augmentation de capital	10
Emission de titres de créance *	9
Emission d'obligations	12
Programme de Rachat	5
Cession de parts d'un FCPE	1
Introduction en bourse	2
Offre publique	1
Total	40

* Uniquement les notes visées

Visas et agréments d'OPCVM

	Nombre de dossiers	Observations
Visas des notes d'information	83	23 visas concernent des fonds nouvellement créés
Agréments des fonds OPCVM	48	11 agréments concernent des fonds nouvellement créés

Evolution des volumes des transactions en bourse (en millions de dirhams)

	2011	2012	2013	2014	2015
Marché central	40 143	32 934	28 621	30 950	31 448
Marché de blocs	19 754	16 838	26 814	13 752	13 457

Evolution de l'actif net géré des sociétés de gestion d'OPCVM (en millions de dirhams)

Année	2011	2012	2013	2014	2015
Actif net	229 480	241 853	245 544	300 537	330 120

Emission sur le marché primaire (hors Bons du Trésor) (en millions de dirhams)

	2011	2012	2013	2014	2015
Introductions en bourse	443	—	1 000	1 127	899
Par cession d'actions	225	—	—	—	899
Par augmentation de capital (1)	218	—	1 000	1 127	—
Autres augmentations de capital (2)	7 113	7 341	3 948	951	2 141
Emissions sur le marché à moyen et long terme (3)	62 849	60 839	53 508	67 192	38 307
Emprunts obligataires*	10 624	9 350	1 250	11 747	11 095
Emissions de certificats de dépôt	44 576	45 904	52 218	47 513	21 955
Emissions de bons de sociétés de financement	7 649	5 585	40	7 932	5 257
Emissions sur le marché à court terme (4)	5 542	9 437	10 075	11 259	15 766
Emissions de billets de trésorerie	5 542	9 437	10 075	11 259	15 766
Cumul des émissions par APE sur le marché primaire (5)=(1)+(2)+(3)+(4)	75 722	77 616	68 531	80 529	56 214

* Ne comprend pas les emprunts émis ou garantis par l'Etat et les emprunts levés par placement privé.

@CDVM

Q1. Quelles sont les implications concrètes du principe d'indépendance que doit observer une société de bourse lors de l'exécution d'un contrat de liquidité adossé à un programme de rachat ?

Le principe d'indépendance devant régir l'exécution des contrats de liquidité adossés aux programmes de rachat est l'un des principes directeurs consacrés par l'article I.4.18 ter de la circulaire du CDVM. Il doit être observé en permanence, notamment lorsqu'il s'agit de désigner en interne la personne chargée de l'exécution du contrat de liquidité. Comme prévue à l'article I.4.18 ter précité, le programme de rachat et le contrat de liquidité doivent être gérés par deux personnes distinctes et ne doivent à aucun moment communiquer ou se concerter sur leurs interventions; la société de bourse doit veiller à l'observation d'une étanchéité totale entre les deux.

Le principe d'indépendance suppose, par ailleurs, que la personne chargée d'exécuter le programme de rachat n'a pas connaissance des ordres issus du contrat de liquidité, et réciproquement, la personne chargée d'exécuter le contrat de liquidité n'a pas connaissance des ordres issus du programme de rachat. Par conséquent, tout «matching» d'ordres provenant de programmes différents (rachat et contrat de liquidité) s'entend totalement fortuit et une vérification préalable n'est pas exigée.

Q2. Est-il possible pour une SARL d'émettre des obligations ?

La SARL ne peut émettre que des parts sociales représentatives du capital détenu par ses associés. En

effet, l'article 54 de la loi n° 5-96 sur la société en nom collectif, la société en commandite simple, la société en commandite par actions, la société à responsabilité limitée et la société en participation, telle que modifiée et complétée, dispose qu'à «peine de nullité de l'émission, il est interdit à une société à responsabilité limitée d'émettre des valeurs mobilières».

Par ailleurs, il lui est également interdit de garantir une émission de valeurs mobilières ou d'émettre des parts sociales représentées par des titres négociables (art. 54 et 55 de la loi n° 5-96 précitée).

Q3. Quelles sont les formes juridiques admises pour la création d'une société de gestion ?

Il n'existe pas une forme juridique prédéfinie pour la création d'une société de gestion de portefeuilles pour compte de tiers. En effet, les exigences légales et réglementaires en la matière varient en fonction des produits à gérer: Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Organismes de placement collectif en capital (OPCC), Fonds de placement collectif en titrisation (FPCT). Néanmoins, quelle que soit la nature des produits à gérer, toute société qui projette d'exercer l'activité de gestion pour le compte de tiers doit, au préalable, déposer un dossier-type conformément à l'annexe II-1-A de la circulaire du CDVM, pour instruction et agrément.

Il y a lieu de souligner que les sociétés de gestion d'OPCVM ne sont pas soumises à l'obligation d'agrément mais n'en demeurent pas moins tenues par l'obligation de déposer le dossier-type précité.



Flash Interview

Madame Ghizlane RABHI

Chef du service Visas et agréments, CDVM

L'industrie du capital investissement au Maroc

Le capital investissement peut constituer une alternative de financement intéressante pour les PME. Pourriez-vous nous dresser les grandes tendances de cette industrie au Maroc ?

L'activité de capital investissement est relativement récente mais connaît une évolution soutenue depuis quelques années. Plusieurs indicateurs en témoignent d'ailleurs. Depuis le début des années 1990, une vingtaine de société de gestion et une quarantaine de fonds d'investissement sous gestion (dont 4 Organismes de placement en capital-risque) ont vu le jour; le cumul des fonds levés s'élève à seize (16) milliards de dirhams.

Il faudrait toutefois noter que les deux tiers des investissements ont été réalisés dans des entreprises en cours de développement. Le capital-risque et le capital amorçage s'accaparent une moindre part, puisque moins de trente (30%) des transactions effectuées concernent des investissements inférieurs à dix (10) millions de dirhams.

Quel cadre institutionnel régit le capital investissement ?

S'agissant du cadre institutionnel de l'industrie du capital investissement, on note la présence d'établissements gestionnaires et de fonds de capital investissement qui sont majoritairement des fonds de droit commun. Un référentiel réglementaire dédié à l'industrie a également été développé par la consécration de véhicules d'investissement régulés institués par la loi n° 41-05 relative aux Organismes de placement en capital-risque (OPCR). La loi est entrée en vigueur en 2009 et a récemment fait l'objet d'un amendement suite à l'adoption d'une loi modificative dont la mise en application est attendue sous peu¹.

En remplaçant la notion d'«organismes de placement en capital-risque (OPCR)» par celle plus générale d'«organismes de placement collectif en capital (OPCC)», le texte a élargi le périmètre des entreprises éligibles à travers des apports concrets:

¹ Loi n° 18-14 modifiant et complétant la loi n° 41-05 relative aux organismes de placement en capital-risque qui a remplacé l'appellation «organismes de placement en capital-risque» (OPCR) par «organisme de placement collectif en capital» (OPCC).

- se doter d'un cadre juridique qui couvre l'ensemble des segments du capital investissement, à savoir le capital-risque, le capital-développement et le capital-retournement;
- lever la contrainte réglementaire qui oblige les OPCR à détenir un portefeuille constitué d'au moins 50% de titres représentatifs de fonds et de quasi-fonds propres d'entreprises ayant la qualité de PME pour l'étendre à toute entreprise non cotée, à l'image des standards internationaux.

Cet amendement est bénéfique à l'élargissement de l'industrie. A ce titre, on cite que la mise sur le marché de fonds d'investissement régulés conjointement aux fonds d'investissement de droit commun renforcera la régulation du métier et encouragera les transactions à ticket d'investissement moyen qui bénéficieront davantage aux petites et moyennes entreprises (PME).

A ce jour, beaucoup de défis restent à soulever pour drainer le potentiel de financement de l'industrie du capital investissement vers les PME qui sont en création ou qui nécessitent une expansion. En plus de l'aversion au risque des investisseurs, notamment institutionnels, les difficultés d'accès aux financements sont dues à la fragilité des PME et au déséquilibre du couple Risque/Rentabilité. Le renforcement de la structure de gouvernance des PME apparaît de ce fait comme primordial.

Quel est le rôle du CDVM dans l'encadrement de l'industrie du capital investissement ?

La loi n° 41-05 telle que modifiée et complétée par la loi n° 18-14 a introduit plusieurs dispositions allant dans le sens du renforcement et de l'élargissement de la mission de contrôle du CDVM.

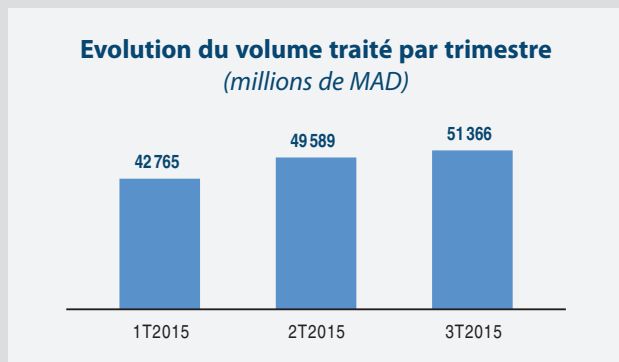
Le rôle du CDVM s'est vu renforcé en termes de contrôle à priori et à postériori. En effet, la loi modifiée ouvre la voie à plusieurs points de contrôle dont le non-respect est passible de sanctions administratives.

En plus du contrôle effectué sur les OPCC et leurs établissements gestionnaires, la loi n° 18-14 a élargi le périmètre de contrôle du CDVM aux établissements dépositaires des OPCC. Dans ce cadre, des dispositions relatives à la garde et à la conservation des actifs gérés ainsi qu'au suivi du fonctionnement des OPCC ont été introduites.

Le prêt emprunt de titres, évolution de l'activité durant les trois premiers trimestres de l'année 2015

1. Quel est le volume des opérations de prêt emprunt de titres traité ?

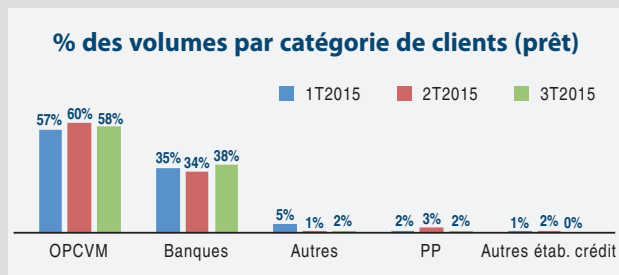
Durant les 3 premiers trimestres de l'année 2015, le volume des opérations de prêt emprunt de titres (PET) traité a atteint près de cent quarante quatre (144) milliards de dirhams.



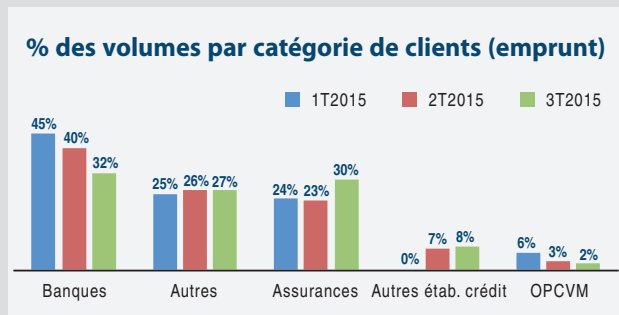
A la fin du troisième trimestre 2015, la valeur des opérations de PET, toujours en cours, s'élève à près de vingt sept (27) milliards de dirhams.

2. Qui prête ? Qui emprunte ?

Principaux prêteurs : les OPCVM

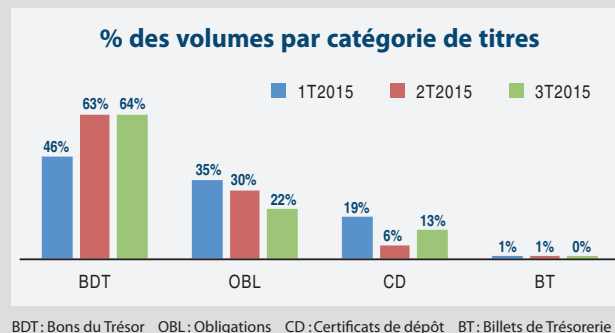


Principaux emprunteurs : les banques



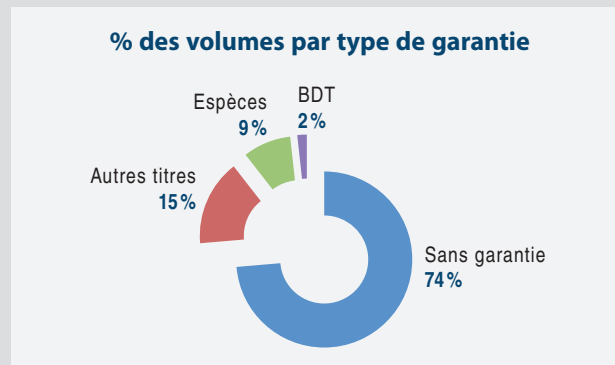
3. Quels sont les principaux instruments financiers utilisés ?

Les opérations de PET portent principalement sur des titres de taux avec une prédominance des titres émis par l'Etat.



4. Quelles sont les garanties adossées aux opérations de PET ?

La majeure partie des opérations de PET est opérée sans recours à la garantie du fait de la prédominance des opérations intra-groupes.



5. Quelle est la durée moyenne des opérations de PET ?

La durée moyenne des opérations de PET est de trois (3) semaines.

6. Quel est le taux de rémunération ?

Les taux appliqués pour les opérations de PET varient entre 0,05 % et 1 % (et ce, en fonction du support et de la durée).

Les offres publiques sur le marché boursier : bilan d'une pratique récente au Maroc

Les offres publiques sur les titres cotés sont des opérations assez courantes dans les marchés financiers les plus développés. Les plus connues sont les offres publiques d'achat, en raison notamment de leur nombre et leur forte médiatisation.

Technique d'origine anglo-saxonne de prise de contrôle d'une société cotée, motivée le plus souvent par des objectifs de restructuration d'entreprises, l'offre publique d'achat est un moyen efficace permettant de mieux maîtriser les acquisitions d'actions en termes de pourcentage du capital visé, de prix et de calendrier. Leur mise en pratique est strictement encadrée afin d'assurer l'égalité de traitement de tous les actionnaires et la transparence du marché boursier.

Les petits porteurs sont souvent au centre des motivations qui guident l'élaboration d'un dispositif législatif et réglementaire

dédié. C'est dans cet esprit que s'inscrivent par exemple les offres publiques d'achat obligatoires, qui s'envisagent en cas de concentration excessive du capital pouvant entraîner une baisse substantielle de la liquidité du titre ou sa radiation de la bourse.

Inspiré de la pratique internationale, le cadre législatif marocain repose sur une construction qui allie liberté d'initiative (initiateurs) et impératif de protection (petits porteurs), ponctuée par un formalisme précis et un contrôle du régulateur du marché boursier.

Après plus de 10 ans de pratique des offres publiques au Maroc et une trentaine d'opérations à son actif, il est apparu nécessaire d'en dresser un bilan tant quantitatif que qualitatif.

1. Les offres publiques au Maroc : cadre juridique et principes directeurs

Le régime légal des offres publiques a été introduit au Maroc en 2004 par la mise en place de la loi n° 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier, promulguée par Dahir n° 1-04-21. Ladite loi fixe le cadre général et définit l'ordonnancement des étapes que doivent suivre les offres publiques, sur fond de formalisme assez précis.

Le régime des offres publiques au Maroc repose sur des principes directeurs globalement répandus dans la pratique internationale, notamment dans les pays disposant d'un cadre spécifique aux offres publiques. Les plus importants sont incontestablement le traitement égalitaire des actionnaires et la transparence du marché boursier que toute offre publique doit garantir.

Afin de soutenir ces principes fondateurs, une série de règles et conditions a été mise en place, dont la teneur et la ramification varient d'un pays à l'autre. En ce sens, un ensemble de mesures spécifiques dessine la physionomie du droit des offres publiques au Maroc.

1.1. Champ d'application

Le régime des offres publiques s'applique aux opérations d'acquisition ou de cession de titres de capital ou de droits de vote de sociétés cotées en bourse, et qui s'adressent aux actionnaires (cas des offres publiques d'achat) ou au public en général (cas de l'offre publique de vente) par voie d'annonce publique et selon des modalités légales spécifiquement prévues à cet effet.

On entend par offre publique la procédure qui permet à une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, dénommée l'initiateur, de faire connaître publiquement qu'elle se propose d'acquérir, d'échanger ou de vendre tout ou partie des titres donnant accès au capital social ou aux droits de vote d'une société dont les titres sont inscrits à la cote [art. 2 de la loi n° 26-03 précitée].

Cette définition générique apporte les principaux éléments de qualification d'une offre publique, à travers l'identification de ses composantes essentielles :

a. L'initiateur : il désigne la personne physique ou morale qui déclenche une offre publique en déclarant publiquement qu'elle se propose d'acquérir ou de céder les titres d'une société cotée, en agissant seule ou de concert avec d'autres personnes.

L'initiateur annonce, à cet effet, ses intentions, les objectifs de l'opération ainsi que les engagements pris pour sa réalisation. Lorsqu'il agit de concert avec d'autres personnes, l'ensemble est réputé solidaire. L'action de concert se vérifie lorsque des personnes, physiques ou morales, coopèrent sur la base d'un accord, formel ou tacite, oral ou écrit, en vue d'acquérir ou de vendre des droits de vote d'une société, d'exercer des droits de vote dans le cadre d'une politique commune ou encore d'agir en vue de faire aboutir ou échouer une offre publique [art. 10 de la loi n° 26-03 précitée].

Comme il sera détaillé plus loin, l'action de concert acquiert une importance cruciale dans les cas où le dépôt d'une offre publique est obligatoire.

b. La société visée : les offres publiques visent uniquement les émetteurs dont les titres sont cotés en bourse.

Plusieurs cas d'opérations d'appel public à l'épargne ne rentrent pas dans le champ d'application des offres publiques, comme par exemple les IPO (Initial Public Offering), les opérations sur capital (augmentation de capital en numéraire) ou encore l'offre publique de rachat d'actions propres en vue de réduire le capital.

c. Les titres concernés par l'offre : les titres concernés par une offre publique sont déterminés par l'article 2 de la loi n° 26-03 précitée aux termes duquel l'offre doit viser tout ou partie des titres donnant accès au capital

social ou aux droits de vote de la société visée. Le terme « titre » doit se comprendre comme comprenant les actions, ordinaires ou de préférence, et toutes valeurs mobilières donnant accès au capital ou aux droits de vote. Les options de souscription et d'achat d'actions, qui ne sont pas des titres, ne sont donc pas visées, sauf à ce qu'elles soient exercées et transformées en actions pour être apportées à l'offre.

d. La publicité : l'offre est annoncée publiquement, et ses caractéristiques détaillées dans un document d'information prévu à cet effet. Globalement, et à l'instar des opérations d'appel public à l'épargne, le document d'information relatif aux offres publiques est structuré de manière à offrir tous les éléments nécessaires d'appréciation de l'opération au travers, notamment, les informations sur les initiateurs, la société visée, les objectifs de l'opération et les éléments d'appréciation du prix proposé. Pour être valide, le document d'information doit être visé par le CDVM.

1.2. Typologie des offres publiques

Il existe trois types d'offres publiques, les offres publiques d'achat (OPA), les offres publiques de retrait (OPR) et les offres publiques de vente (OPV).

1. Les OPA désignent les cas où l'initiateur, agissant seul ou de concert, propose publiquement aux actionnaires d'une société cotée en bourse d'acquérir, contre rémunération en numéraire, leurs titres.

L'OPA s'envisage dans les cas de reconfiguration du bloc de contrôle d'une société. Elle peut servir comme instrument, à priori, pour atteindre un objectif de contrôle (OPA volontaire) ou s'activer à posteriori suite à un changement significatif du tour de table (OPA obligatoire).

2. L'OPR est réservée aux actionnaires détenant la majorité des droits de vote d'une société dont les titres sont inscrits à la cote. A travers l'offre, ils proposent aux actionnaires minoritaires le rachat de leurs titres afin de leur permettre de se retirer du capital social de ladite société, notamment lorsque le flottant en bourse devient très faible (OPR obligatoire quand le flottant atteint 5% du capital et moins).

En effet, l'OPR est une pratique de marché consistant à offrir publiquement aux actionnaires minoritaires de sortir de la société, à des conditions de cours et de délai normales, en raison soit de l'extrême concentration du capital social de la société considérée, soit de l'intervention d'événements importants de nature juridique, financière ou économique venant bouleverser les termes du contrat d'investissement sur la base duquel ces actionnaires ont pu originellement souscrire ou acquérir les titres de capital de ladite société.

Autrement dit, il s'agit d'une faculté offerte aux minoritaires ou sollicitée par eux de sortir de la société, soit lorsqu'une sortie traditionnelle sur le marché est

rendue problématique en raison de la concentration du capital social, et partant, une faible liquidité du marché, soit en raison du risque de chute de rentabilité des titres de capital suite à des décisions sociales que les actionnaires de contrôle se proposent d'adopter à brève échéance.

3. Les OPV désignent la procédure à travers laquelle une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, fait connaître publiquement qu'elle se propose de vendre les titres d'une société cotée.

En règle générale, l'objectif recherché par l'initiateur d'une OPV est l'augmentation du flottant de la société visée afin d'améliorer sa liquidité sur le marché.

A la différence d'un appel public à l'épargne (APE) classique, l'OPV doit suivre un formalisme spécifique et singulier sur certains aspects (délais, droit de regard de l'administration, possibilité de lancement d'une offre concurrente ou d'une surenchère, etc.).

L'OPV reste très peu répandue au Maroc comparée aux OPA et dans plusieurs pays, elle ne figure pas dans le dispositif spécifique aux offres publiques mais s'assimile à une offre au public au sens classique (APE, avec ou sans introduction en bourse).

Deux autres types d'offres viennent compléter le dispositif législatif marocain : l'offre publique d'échange (OPE) et l'offre publique mixte (OPM), qui se distinguent de l'OPA classique par la possibilité de régler en titres l'acquisition, au lieu d'un paiement en numéraire, intégralement (cas de l'OPE), ou partiellement, c'est-à-dire une partie en titres combinée à une soulte en espèces (cas de l'OPM). Il convient de souligner que ces deux types d'offres restent, pour l'essentiel, des modalités de réalisation d'une OPA.

A l'intérieur de cette typologie, il est également possible d'opérer une autre segmentation des offres publiques qui s'avère essentielle à la compréhension de leur fonctionnement. Il s'agit de distinguer les offres en référence à leur caractère volontaire ou obligatoire.

Ainsi, une offre publique est qualifiée de volontaire lorsqu'elle est déclarée par l'initiateur à sa propre initiative et motivée par des objectifs qui lui sont propres. Il peut s'agir d'une OPA animée par la volonté de contrôle de la société visée, ou d'une OPV motivée par l'objectif d'amélioration de la liquidité du titre ou d'une sortie ordonnée du capital de l'émetteur visé¹.

A contrario, l'offre publique est réputée obligatoire lorsqu'elle doit être impérativement déposée par l'initiateur concerné, en raison de la survenance d'un fait générateur prévu par la loi. Dans ce cadre, quatre situations légales sont prévues :

1. L'OPA est obligatoire quand une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, vient à détenir, directement ou indirectement, 40% des droits de vote

¹ A l'instar des IPO, l'initiateur d'une OPV peut structurer l'offre par profil d'investisseur s'il souhaite aboutir à une répartition déterminée.

d'une société dont les titres sont inscrits à la cote de la Bourse des valeurs².

2. L'OPR est obligatoire dans trois situations :

- lorsqu'une ou plusieurs personnes physiques ou morales, actionnaires d'une société dont les titres sont inscrits à la cote de la Bourse des valeurs, détiennent, seules ou de concert, directement ou indirectement, 95% des droits de vote de ladite société³ ;
- préalablement à la radiation de la société de la cote pour quelque cause que ce soit [art. 20 bis de la loi n° 26-03 précitée] ;
- imposée par le CDVM, à la demande d'un groupe de minoritaires, au groupe majoritaire détenant 66% des droits de cote de la société dont les titres sont inscrits à la cote de la Bourse des valeurs⁴, et si les actionnaires majoritaires ont convoqué une assemblée générale extraordinaire en vue d'approuver des résolutions importantes (modification des statuts, fusion absorption, transformation de la SA en SCA, etc.) [art. 21 de la loi n° 26-03 précitée].

La lecture de la typologie des offres publiques révèle une construction relativement développée et ponctuée par des règles précises, qui sont en réalité la traduction d'une logique d'ensemble, dont la ligne conductrice est dictée par les objectifs recherchés par les offres publiques. C'est à travers l'exploration de ces objectifs qu'il est possible de comprendre la dynamique des offres publiques.

1.3. Principes directeurs de la réglementation des offres publiques

L'article 13 de la loi n° 26-03 précitée énonce d'emblée les objectifs des règles applicables aux offres publiques, mises en place afin d'«assurer la transparence du marché en permettant le respect des principes d'égalité des actionnaires, d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition. Elles ne peuvent avoir pour objet de fausser le jeu de la concurrence ni de porter atteinte aux intérêts économiques stratégiques nationaux».

Ces principes directeurs doivent être respectés par toutes les personnes concernées par une offre, en vue du déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché : libre jeu des offres et de leurs surenchères, égalité de traitement et

d'information des détenteurs de titres, transparence et intégrité du marché, qui n'excluent pas totalement toutefois, le respect du secret des affaires, la loyauté dans les transactions et la compétition.

Il n'est pas douteux que l'on est ici en présence non seulement de règles de bonne conduite, mais aussi d'indications téléologiques suffisamment précises pour que l'on puisse y voir des directives d'interprétation à valeur normative, qui ont vocation à guider les autorités chargées de l'application de la réglementation boursière (CDVM, Tribunaux).

Les principes posés par l'article 13 de la loi n° 26-03 précitée se traduisent concrètement par diverses règles fondamentales et conditions de réalisation pour constituer un ensemble cohérent. A la lecture du processus de déploiement d'une offre publique, il est aisé de constater l'importance accordée à l'actionnaire minoritaire, qui se trouve au centre des objectifs qui motivent les règles mises en place.

a. Libre concurrence et intérêts stratégiques : Pour ne pas faire une entorse aux principes de libre concurrence ou porter atteinte aux intérêts économiques stratégiques nationaux, une offre publique se soumet, préalablement à son lancement, à une double évaluation.

a.1. Pour qu'il soit recevable, le projet d'offre publique doit recueillir l'aval de l'administration (Ministère chargé des finances) qui l'apprécie au regard des intérêts économiques stratégiques nationaux, et peut, le cas échéant, le déclarer non recevable [art. 29 de la loi n° 26-03 précitée].

a.2. Le projet d'offre publique déposé au CDVM doit être accompagné, le cas échéant, de la ou des autorisations préalables d'autorités ou d'instances habilitées à autoriser l'opération envisagée, conformément aux dispositions légales ou réglementaires en vigueur [art. 27 de la loi n° 26-03 précitée]. C'est le cas notamment lorsque la société visée est régie par des dispositions législatives propres (établissement de crédit, entreprise d'assurance et de réassurance) ou plus généralement lorsque l'offre risque d'enfreindre les dispositions de la loi n° 104-12 relative à la liberté des prix et de la concurrence, promulguée par le dahir n° 1-14-116 du 30 juin 2014. A défaut de la production des autorisations précitées, le projet d'offre publique est irrecevable [art. 27 de la loi n° 26-03 précitée].

b. Transparence du marché et égalité de traitement des actionnaires : L'offre publique doit s'adresser à tous les actionnaires, à des conditions identiques, sans restrictions possibles, que l'offre soit obligatoire ou volontaire. Ainsi, une offre publique doit proposer les mêmes conditions de prix et d'exécution à tous les porteurs de titres de la catégorie sur laquelle porte l'offre. Toute convention qui a pour effet de créer une inégalité entre les porteurs de titres est nulle et rend l'offre publique non recevable [art. 14 de la loi n° 26-03 précitée].

² Article premier de l'arrêté du ministre des finances et de la privatisation n° 1874-04 du 25 octobre 2004 fixant le pourcentage des droits de vote qui oblige son détenteur à procéder à une offre publique d'achat.

³ Article premier de l'arrêté du ministre des finances et de la privatisation n° 1875-04 du 25 octobre 2004 fixant le pourcentage des droits de vote qui oblige son détenteur à procéder à une offre publique de retrait.

⁴ Article premier de l'arrêté du ministre des finances et de la privatisation n° 1873-04 du 25 octobre 2004 fixant le pourcentage des droits de vote à détenir par les actionnaires majoritaires pour qu'un groupe minoritaire puisse demander au CDVM d'imposer le dépôt d'une offre publique de retrait.

Il en résulte que les offres ne peuvent pas restreindre ou empêcher un actionnaire d'y accéder librement, ni de limiter son offre. Cette règle ne souffre pas de dérogations, si l'on exclut le cas de l'offre publique volontaire qui offre à l'initiateur la faculté de fixer un seuil de renonciation, si l'objectif n'est pas atteint par l'initiateur à l'issue du dépouillement des offres présentées. Dans ce cas, l'initiateur se réserve la possibilité de ne pas donner suite à l'offre, dès lors que le pourcentage de participation cible n'est pas réalisé [5^e tiret du premier alinéa de l'article 24 de la loi n° 26-03 précitée].

Pour garantir l'impartialité au moment du traitement des ordres présentés à l'offre, l'allocation des titres est confiée à la société gestionnaire de la bourse des valeurs qui centralise les ordres d'achat, de vente ou d'échange et communique les résultats au CDVM. Ce dernier publie un avis relatif au résultat de l'offre dans un journal d'annonces légales. Cet avis précise notamment, lorsque l'offre comporte une suite positive, le nombre de titres acquis, vendus ou échangés, par l'initiateur [art. 39 de la loi n° 26-03 précitée].

c. Primauté des actionnaires minoritaires : C'est dans les offres publiques obligatoires que se manifeste le plus clairement la primauté des actionnaires minoritaires.

Les offres publiques obligatoires ont été instituées en droit marocain dans un souci de protection des actionnaires minoritaires afin de permettre à ceux-ci de sortir d'une société cotée lorsque des opérations sur titres affectent la répartition de l'actionnariat. Plus précisément, c'est le changement de contrôle de la société qui est au cœur de l'ensemble du dispositif des offres publiques obligatoires.

S'agissant aussi bien de l'OPA obligatoire que de l'OPR obligatoire, le principe qui sous-tend l'idée de l'offre publique obligatoire s'articule autour de la modification du « contrat d'investissement » auquel ont adhéré les actionnaires minoritaires. Dès lors que la modification intervient sans leur consentement, en conséquence notamment, soit d'un transfert du contrôle, soit de modifications sociales significatives, soit encore de la perte de liquidité des titres, ils sont en droit de bénéficier de la possibilité de sortir du capital dans des conditions justes et équitables.

Ainsi, le franchissement du seuil de 40% des droits de vote d'une société est considéré comme un événement induisant un changement fondamental dans la structure de contrôle. De ce fait, l'actionnaire ayant franchi ce seuil, seul ou de concert avec d'autres personnes, est dans l'obligation de déposer une OPA au profit des actionnaires qui souhaitent se retirer du capital. Une fois l'opération est déclarée recevable et ses modalités validées par le CDVM, les porteurs de titres sont invités à manifester leurs intentions pendant la période de souscription. Ceux-ci, demeurent évidemment libres

d'apporter ou pas leurs titres⁵. En revanche, l'initiateur n'a aucune autre alternative que d'acquérir toutes les actions qui lui sont proposées.

Dans le même esprit s'engage une OPR obligatoire qui doit être déposée en cas de franchissement du seuil de 95% des droits de vote, ou préalablement à la radiation du titre de la cote de la bourse des valeurs. Dans ce cas, une voie de sortie est proposée aux minoritaires en considération de la forte concentration du capital qui réduit dans les mêmes proportions le flottant disponible en bourse (cas de franchissement du seuil de 95%), ou en raison de la perte d'un marché assurant la liquidité du titre (cas de radiation).

Compte tenu du caractère obligatoire de ces offres, le processus de fixation du prix de l'offre prend une place centrale.

En effet, l'initiateur, voulant s'exonérer de son obligation, aura tendance à proposer un prix anormalement bas. Ce faisant, le prix entraînerait une désaffection de l'offre, rendant la mesure impropre à protéger, comme elle prétend, les intérêts des actionnaires minoritaires. Raison pour laquelle le législateur a posé quelques principes devant être observés.

d. Le prix dans les offres publiques : La question du prix dans les offres publiques met en concours deux idées antagonistes qu'il convient de concilier: le principe de liberté de fixation du prix par l'initiateur et la nécessité de rendre efficiente l'obligation de présenter une offre. C'est pour cette raison que les législations relatives aux offres publiques prévoient en général un cadre normatif qui combine les principes d'évaluation classiques et des règles légales impératives, le tout soumis à un droit de regard de l'autorité de régulation du marché boursier. A titre d'exemple, dans certaines juridictions le prix de l'offre obligatoire doit être au moins égal au prix le plus élevé que l'initiateur, agissant seul ou de concert, a payé pour les mêmes titres au cours des douze (12) mois précédant l'offre. Faute d'acquisition dans ce délai, l'initiateur est tenu de présenter un rapport d'évaluation des titres basé sur plusieurs méthodes.

Au Maroc, à l'appui du projet d'offre, « le prix ou la parité d'échange doivent être établis selon des méthodes d'évaluations pertinentes et usuellement retenues. Les critères utilisés dans lesdites méthodes doivent être connus, exacts, objectifs, significatifs et multiples, et conduire à une estimation équitable et légitime de la société visée, satisfaisant tant à l'intérêt général du bon fonctionnement du marché qu'à l'exigence de loyauté des transactions » [art. 25 de la loi n° 26-03 précitée].

Dans le cas de l'OPR, d'autres critères additionnels sont prévus. L'évaluation des titres de la société visée doit

⁵ Au Maroc, les actionnaires destinataires de l'offre publique obligatoire restent dans tous les cas libres de répondre ou non. Dans certains pays (France, Espagne, Allemagne), il existe la possibilité, sous certaines conditions, de forcer les minoritaires à céder leurs titres dans le cadre d'une OPR obligatoire. Cette procédure est communément appelée *Squeeze Out*.

être effectuée par un évaluateur désigné par l'initiateur après approbation du CDVM et sa rémunération ne peut, même partiellement, dépendre des conclusions de l'évaluation ou de la réussite de l'opération d'offre publique envisagée [art. 25 de la loi n° 26-03 précitée]. A ce dispositif s'ajoute une série de règles impératives. A titre d'exemple, dans le cas de l'OPA, si durant la durée

d'une offre publique, l'initiateur, et le cas échéant, les personnes avec lesquelles il agit de concert, achètent sur le marché des titres de la société visée à un prix supérieur au prix de l'offre, cela entraîne le relèvement automatique du prix de l'offre publique d'achat jusqu'au niveau du prix d'intervention de l'initiateur sur le marché [art. 51 de la loi n° 26-03 précitée].

2. Pratique des offres publiques au Maroc : bilan quantitatif et qualitatif

2.1. Les offres publiques au Maroc avant 2004 : date de la mise en place de la loi n° 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier

Bien avant la mise en place, en 2004, de la loi n° 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier, plusieurs opérations d'offres publiques sur actions cotées en bourse ont été enregistrées sur le marché boursier marocain. Lesdites opérations s'appuyaient en général sur des schémas de réalisation très simples en l'absence de toute réglementation propre aux offres publiques. Néanmoins, l'esprit des offres publiques restait présent dans une large mesure au regard de quelques règles et principes directeurs, dont notamment l'égalité de traitement des personnes visées par l'offre.

Toutefois, il convient de noter que certaines opérations qualifiées, à l'époque, « d'offres publiques » ne sont pas, en réalité, assimilables aux offres publiques « classiques » – telles que définies par la législation actuellement en vigueur –, eu égard leurs caractéristiques et les objectifs qu'elles affichaient. A ce titre, nous citons les deux exemples suivants :

- L'OPV désignait pendant longtemps les opérations d'introduction en bourse, qu'elles soient dans le cadre d'une privatisation, ou effectuées par des sociétés à capitaux privés via une augmentation de capital (OPV primaire) ou par cession de titres (OPV secondaire)⁶. Ce sont des opérations d'appel public à l'épargne (APE) concernant, pour l'essentiel, des titres non encore cotés en bourse, alors que le régime actuel des offres publiques s'applique exclusivement aux titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de société dont les titres sont déjà inscrits sur le marché boursier.

- L'offre publique de rachat (OPRA) désignait l'opération d'acquisition par les émetteurs de leurs propres actions en vue de réduire leur capital, opération principalement régie par les dispositions de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes. C'est un instrument permettant à une société de rémunérer ses actionnaires en leur proposant de racheter une fraction de leurs actions à un

prix généralement plus élevé que le cours du marché au moment de l'offre.

Deux cas d'OPRA sont donnés à titre d'illustration. Le premier concerne Ciment du Maroc qui a réalisé, en 2002, une OPRA sur 9,5% de son capital, représentant 758 millions MAD et a enregistré un taux de souscription de 100%. Le second vise la société Brasseries du Maroc laquelle a lancé, en 2004, une OPRA portant sur 19,46% de son capital, représentant 624 millions MAD, mais les actionnaires n'ont répondu que marginalement avec un taux de souscription de 0,19% de l'offre.

En dehors de ces deux cas, nous avons procédé à un recensement de plusieurs opérations qui pourraient s'assimiler aux offres publiques telles que définies par la loi actuellement en vigueur.

Offres publiques avant 2004

Emetteur	Date	Description	Type
UNIBAN	1997	Absorption par Wafabank	OPE
FINANCIERE DIWAN	1997	Cession de 6% du capital en vue d'augmenter la liquidité du titre	OPV
ORBONOR	1998	Rachat par ORBONOR des titres au cours de 124 MAD	OPR
SNI	1998	Cession de 5,5% du capital en vue d'augmenter la liquidité du titre	OPV
FINANCIERE DIWAN	2000	Rachat par l'ONA au cours de 410 MAD	OPR
SOMAFIC	2000	Rachat par AXA Assurance Maroc au cours de 210 MAD	OPR
EQDOM	2002	OPA initiée par la Société Générale sur 8% du capital au prix de 700 MAD	OPA
BNDE	2003	Rachat par la CDG des titres au cours de 50 MAD	OPR
LONGOMETAL	2003	Rachat par SNI des titres au cours de 25 MAD	OPR

Source : Recouplement de plusieurs sources dont principalement les annonces et les rapports statistiques de la bourse de Casablanca.

Compte tenu de leur caractère non obligatoire, le formalisme entourant ces opérations était, dans la majorité des cas, très sommaire et l'information du public n'était pas systématiquement véhiculée par un support réglementé (document d'information, journal d'annonces légales etc.), d'où la difficulté de dresser un décompte exhaustif.

La lecture qualitative des opérations recensées laisse apparaître une diversité des offres publiques et plusieurs cas d'engagements d'achat à destination

⁶ Jusqu'à 2005, les rapports statistiques de la Bourse de Casablanca utilisaient cette segmentation.

des actionnaires minoritaires avant une radiation de la société de la cote de la bourse des valeurs. Comme le montre le tableau ci-contre, avant 2004 :

- On compte quatre types d'offres publiques différentes, réparties entre cinq (5) OPR, deux (2) OPV, une (1) OPE et une (1) OPA. Les OPV visaient essentiellement le renforcement du flottant en bourse, dans le but d'améliorer la liquidité du titre.
- On constate un nombre relativement élevé d'OPR à l'intention des actionnaires minoritaires de sociétés dont les titres sont radiés de la cote de la Bourse des valeurs.

2.2. Les offres publiques de retrait au Maroc avant 2007 : date de l'amendement de la loi n° 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier rendant obligatoire le dépôt d'une OPR avant la radiation du titre de la cote de la bourse des valeurs

Offres publiques précédant une radiation avant 2007

Emetteur	Date	Caractéristiques de l'offre	Prix proposé
ORBONOR	1998	Rachat par ORBONOR	124 MAD
FINANCIERE DIWAN	2000	Rachat par l'ONA	410 MAD
SOMAFIC	2000	Rachat par AXA Assurance Maroc	210 MAD
BNDE	2003	Rachat par la CDG	50 MAD
LONGOMETAL	2003	Rachat par la SNI	25 MAD
CARNAUD	2006	Rachat par Fipar Holding	544 MAD

Source: Recoupement de plusieurs sources dont principalement les annonces et les rapports statistiques de la bourse de Casablanca.

Jusqu'à l'amendement de 2007⁷, la législation des offres publiques n'imposait pas le dépôt d'une OPR aux actionnaires majoritaires avant la radiation du titre de la cote de la Bourse des valeurs. Les opérations se distinguaient donc par leur caractère volontaire et une procédure très simplifiée⁸. Ainsi, l'initiateur de l'offre annonçait son intention de proposer aux détenteurs du titre une offre de rachat à un prix déterminé. Un avis de la bourse de Casablanca portait à la connaissance du public l'opération et ses principales caractéristiques, en indiquant la période de validité de l'offre qui s'étalait de la publication de l'avis à la date de radiation effective du titre. Le niveau de prix proposé par l'initiateur n'était pas justifié à l'appui d'une méthode d'évaluation rendue publique. Pratiquement, les ordres de vente sont acheminés vers la bourse selon les procédures normales de négociation, et l'ordre d'achat est formulé par la société de bourse désignée par l'initiateur pour mener l'offre.

⁷ Loi n° 46-06 modifiant et complétant la loi n° 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier.

⁸ A l'exception de l'OPR Carnaud (2006) qui malgré son caractère volontaire devait suivre le formalisme imposé par la loi sur les offres publiques, dont notamment la production d'une note d'information.

2.3. La pratique des offres publiques au Maroc après 2004 : date de la mise en place de la loi n° 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier

Depuis 2004, date de la mise en place du dispositif législatif encadrant les offres publiques sur titres cotés, le marché boursier marocain compte une trentaine d'opérations: treize (13) OPA, seize (16) OPR, une (1) OPE et une (1) OPV⁹.

Offres publiques enregistrées entre 2004 et 2015

Emetteur	Année	Type d'opération	Nature*	Fait générateur
CREADOR	2004	Offre publique de retrait	V	—
CREADOR	2004	Offre publique de retrait	O	Franchissement du seuil de 95 %
WAFABANK	2004	OPA	V	—
WAFABANK	2004	Offre publique d'échange	V	—
WAFABANK	2004	Offre publique de retrait	O	Franchissement du seuil de 95 %
CIH	2005	OPA	O	Franchissement du seuil de 40 %
IBMAROC	2006	OPA	O	Franchissement du seuil de 40 %
SONASID	2006	OPA	O	Franchissement du seuil de 40 %
CARNAUD	2006	Offre publique de retrait	V	Radiation
TASLIF	2007	OPA	O	Franchissement du seuil de 40 %
LE CARTON	2008	Offre publique de retrait	O	Radiation
MAROC LEASING	2009	OPA	O	Franchissement du seuil de 40 %
PAPELERA DE TETUAN	2009	OPA	O	Franchissement du seuil de 40 %
FERTIMA	2009	OPA	O	Franchissement du seuil de 40 %
LA MAROCAINE VIE	2009	Offre publique de retrait	O	Radiation
LGMC	2010	Offre publique de retrait	O	Radiation
SNI	2010	Offre publique de retrait	O	Radiation
ONA	2010	Offre publique de retrait	O	Radiation
BERLIET	2011	Offre publique de retrait	O	Radiation
PROMOPHARM	2012	OPA	O	Franchissement du seuil de 40 %
LESIEUR CRISTAL	2012	OPA	O	Franchissement du seuil de 40 %
BRANOMA	2012	Offre publique de retrait	O	Radiation
SOFAC	2012	OPA	O	Franchissement du seuil de 40 %
SOFAC	2013	Offre publique de retrait	O	Radiation
CENTRALE LAITIERE	2013	OPA	O	Franchissement du seuil de 40 %
SCE	2013	Offre publique de retrait	O	Radiation
FERTIMA	2014	Offre publique de retrait	O	Radiation
COSUMAR	2014	OPA	O	Franchissement du seuil de 40 %
MEDIACO MAROC	2014	Offre publique de retrait	O	Radiation
CGI	2015	Offre publique de retrait	O	Radiation

Source: Recoupement de plusieurs sources dont principalement les annonces et les rapports statistiques de la bourse de Casablanca.

V: Volontaire ; O: Obligatoire.

⁹ Sont exclues les offres publiques de vente réservées aux salariés.

Il est intéressant de constater l'absence d'OPV au sens de la loi sur les offres publiques. Si certaines opérations de vente au public, à l'instar de celle récemment menée par LESIEUR CRISTAL en 2014, visaient pour l'essentiel les mêmes objectifs qu'une OPV classique, c'est le régime général de l'APE qui a été appliqué.

Force est de constater qu'excepté quelques cas limités, les offres publiques au Maroc sont majoritairement obligatoires, avec vingt-six (26) opérations sur un total de trente (30). Les OPA, lancées suite au franchissement du seuil de détention de 40%, en représentent 39% et les OPR 45%. Les OPR comptent uniquement deux cas d'offres volontaires sur un total de seize (16) opérations, et la radiation de la cote reste le fait générateur majoritaire avec treize (13) cas.

Taux de réalisation des offres publiques 2004-2015

Emetteur	Année	Type	Taux de réponse
CREDOR	2004	OPR	23,81%
CREDOR	2004	OPR	92,23%
WAFABANK	2004	OPR	26,71%
WAFABANK	2004	OPE	98,78%
WAFABANK	2004	OPA	0,40%
CIH	2005	OPA	0,00%
CARNAUD	2006	OPR	45,70%
IBMAROC	2006	OPA	6,04%
SONASID	2006	OPA	0,00%
TASLIF	2007	OPA	0,00%
LE CARTON	2008	OPR	36,90%
LA MAROCAINE VIE	2009	OPR	99,66%
MAROC LEASING	2009	OPA	0,08%
PAPELERA DE TETUAN	2009	OPA	46,41%
FERTIMA	2009	OPA	15,47%
LGMC	2010	OPR	66,92%
SNI	2010	OPR	46,44%
ONA	2010	OPR	47,83%
BERLIET	2011	OPR	2,64%
BRANOMA	2012	OPR	6,94%
PROMOPHARM	2012	OPA	3,83%
LESIEUR CRISTAL	2012	OPA	20,12%
SOFAC	2012	OPA	94,04%
SOFAC	2013	OPR	32,95%
SCE	2013	OPR	71,50%
CENTRALE LAITIERE	2013	OPA	3,45%
LESIEUR	2014	OPV	889,45%
FERTIMA	2014	OPR	89,79%
MEDIACO MAROC	2014	OPR	83,14%
COSUMAR	2014	OPA	2,25%
CGI	2015	OPR	98,08%

Source : Données calculées à partir des annonces et bulletins statistiques de la Bourse de Casablanca.

Le taux de réponse aux offres publiques est très disparate d'une opération à l'autre en raison des particularités de chaque offre et du contexte de marché dans lequel elle a été lancée.

Il ressort du tableau des résultats des taux de réponse allant d'une participation marginale à un engouement massif. S'il n'est pas évident d'établir des tendances ou des corrélations, il est en revanche possible de constater que les taux de participation les plus élevés sont enregistrés par les OPR.

De toute évidence, dans la perspective d'une radiation de la cote de la bourse des valeurs, les actionnaires minoritaires préfèrent se retirer du capital de la société pour éviter les déconvenues d'un titre sans marché et sans les obligations d'information et de publication qu'exige un marché réglementé.

Taux de réponse des offres publiques 2004-2015

