

Cette étude sur la gouvernance d'entreprise au Maroc a été initiée par la fondation CGEM pour l'entreprise, avec le soutien du « Center for International Private Enterprise »-- (CIPE) --. Elle a pour objet d'évaluer le contexte juridique et institutionnel ainsi que la pratique de la gouvernance dans les entreprises par rapport aux textes en vigueur et aux normes et codes internationaux, notamment par rapport aux principes révisés de l'OCDE.

L'étude a été réalisée sur la base de quatre éléments essentiels :

- Une analyse détaillée du dispositif juridique et réglementaire, ainsi que des structures et institutions impliquées dans la promotion de la bonne gouvernance ;
- Un Focus Group composé de représentants d'acteurs institutionnels et d'experts dans le domaine de gouvernance, dans le cadre duquel une discussion approfondie a été menée sur le sujet au siège de la CGEM le 5 janvier 2005 ;
- Une enquête sur la base d'un questionnaire administré à un échantillon de 40 entreprises faisant appel public à l'épargne, en majorité des sociétés cotées en bourse ;
- Une étude documentaire de différents rapports et documents portant sur la gouvernance d'entreprises (voir bibliographie).

Le rapport a été confectionné par Monsieur Mustapha EL BAZE, Directeur du Cabinet FOCS, et Monsieur Abdelghani BENDRIOUCH, Professeur de l'Enseignement Supérieur, expert en gouvernance d'entreprise et consultant pour cette mission.

Nous voudrions ici remercier vivement les personnes qui ont contribué à cette étude, notamment les responsables des sociétés qui ont participé à l'enquête ainsi que les personnes qui ont animé le Focus Group.

## **PLAN DU RAPPORT**

### **■ PARTIE I : LE CONCEPT DE GOUVERNANCE ET SON CONTEXTE JURIDIQUE ET INSTITUTIONNEL AU MAROC**

#### **I- IMPORTANCE ET ENJEUX**

#### **II- ETUDE DE L'ENVIRONNEMENT JURIDIQUE ET INSTITUTIONNEL DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE AU MAROC**

- Protection des actionnaires
- Le rôle des parties prenantes dans la gouvernance d'entreprise
- Transparence et diffusion de l'information
- Le Conseil d'Administration

### **■ PARTIE II : ETAT DES LIEUX DE LA PRATIQUE DE LA GOUVERNANCE AU MAROC**

#### **I- EVALUATION DU SYSTEME DE GOUVERNANCE PAR LES ORGANES LOCAUX DE PROMOTION ET DE CONTROLE (FOCUS-GROUP)**

- 1- Les opérateurs jouent-ils leurs rôles ? leurs latitudes et pouvoirs sont-ils suffisants ?
- 2- Les textes actuels sont-ils complets ? sont-ils applicables et appliqués ?
  - La culture et les fondamentaux
  - Droits des actionnaires
  - Traitement équitable des actionnaires
  - Rôle des différentes parties prenantes dans le gouvernement d'entreprise

- Transparence et diffusion de l'information
- Responsabilité du Conseil d'Administration

## **II- ETAT DES LIEUX DE LA GOUVERNANCE DANS LES ENTREPRISES MAROCAINES (ENQUETE)**

### **A. La Méthodologie utilisée dans l'enquête**

### **B. Analyse des résultats de l'enquête**

#### **1. La culture en matière de gouvernance dans le monde des affaires**

- Le concept de gouvernance tel que perçu par les dirigeants
- Le degré de connaissance des textes relatifs à la gouvernance
- La perception des textes
- Le degré de connaissance des acteurs de la gouvernance et de leur rôle

#### **2. La pratique de direction, de gestion et de contrôle des affaires et son degré de conformité avec les bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise**

- Respect des droits des actionnaires
- Traitement équitable des actionnaires
- Rôle des différentes parties prenantes dans le gouvernement d'entreprise
- Transparence et diffusion de l'information
- Responsabilité du Conseil d'Administration

## **■ PARTIE III : RECOMMANDATIONS ET PLAN D'ACTION**

### **I- RECOMMANDATIONS SPECIFIQUES RELATIVES AU CADRE LEGISLATIF ET INSTITUTIONNEL SUR LA BASE DES PRINCIPES DE L'OCDE EN MATIERE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE, TELS QUE REVISES EN 2004**

- Droits des actionnaires
- Traitement équitable des actionnaires
- Rôle des différentes parties prenantes dans le gouvernement d'entreprise
- Transparence et diffusion de l'information
- Responsabilités du Conseil d'Administration

## II- RECOMMANDATIONS GENERALES RELATIVES A LA PROMOTION D'UNE CULTURE DE BONNE GOUVERNANCE SPECIFIQUE AU MAROC

- Mettre sur pieds un code national des bonnes pratiques en matière de gouvernance d'entreprise inspiré des principes de l'OCDE
- Mettre en place un système incitatif à l'application du code de bonne gouvernance
- Lectures et vulgarisations des textes en relation avec la gouvernance
- Elaborer une charte de l'Administrateur
- Formation des Administrateurs
- Développer le rôle des comités d'audit
- Autres actions à envisager
- Gouvernance d'entreprise et gouvernance publique

## ■ BIBLIOGRAPHIE

- « Principes de gouvernance d'entreprise de l'OCDE » tels que révisés en 2004
- « ROSC » Maroc, rapport préparé pour le Maroc par la Banque Mondiale » - Mai 2003
- « La Gouvernance d'Entreprise, levier de croissance » - Le 9 Mars 2004 – Casablanca : CIPE
- « Rapport sur le Gouvernement d'entreprise » - Juillet 1999 - AFEP – MEDEF :
- « Global Investor Opinion – Survey : Key Findings » McKinsey & Company “

- « Du Gouvernement à la Gouvernance : Les leçons marocaines » colloque national – 21 Mars 2003 : Publication de la Revue Marocaine d’Audit et de développement
- Forum de discussions on line, initié par la banque Mondiale sur le thème « How is Corporate Governance Relevant in Low-income Countries ? », forum clôturé le 21 septembre 2004

## ■ ANNEXES

- Résultats de l’enquête
- Recommandations du ISSA 2000
- Chiffres clés de la bourse
- Guide du Focus-Group
- Questionnaire

## ■ PARTIE I : LE CONCEPT DE GOUVERNANCE ET SON CONTEXTE JURIDIQUE ET INSTITUTIONNEL AU MAROC

### I- IMPORTANCE ET ENJEUX

La politique économique développée par le Maroc depuis 1983 et formalisée dans le cadre du programme d’ajustement structurel a été déclinée autour de trois axes fondamentaux :

- 1. La stabilisation ou le contrôle des indicateurs d’équilibre macro économique**, notamment : la réduction du déficit budgétaire à moins de 4%<sup>(1)</sup>, le contrôle de l’inflation à moins de 2%<sup>(2)</sup> et la

---

<sup>(1)</sup> Le déficit a atteint 13 % en 1983

<sup>(2)</sup> L’inflation a dépassé les 11 % en 1983

reconstitution des avoirs extérieurs à plus de 100 Milliards de Dirhams couvrant près de 10 mois d'importations<sup>(3)</sup>.

**2. Le développement du cadre libéral**, à travers une gamme de réformes et d'initiatives juridiques et réglementaires notamment : les lois sur les sociétés et code de commerce, les réformes bancaires et les réformes du marché financier, la libération du commerce extérieur et le développement du cadre concurrentiel. Réformes qui ont pour objet de promouvoir un état de droit et un environnement propice au développement de l'initiative privée.

**3. L'appui à l'initiative privée**, grâce aux mesures incitatives contenues dans les codes de 1983 et transférées à la charte d'investissement, grâce aux fonds de soutiens globaux, FOMAN ou aux fonds de soutiens sectoriels (FORTEX, RENOVOTEL) et grâce à l'institution des structures d'appui et d'accompagnement : Centres Régionaux d'Investissement<sup>(4)</sup>, Agence Nationale de la Petite et Moyenne Entreprise<sup>(5)</sup> instituée par la charte de la PME<sup>(6)</sup>. L'ensemble de ces mesures constituent des composantes essentielles de la politique « marketing » destinée à attirer et promouvoir les investisseurs nationaux et internationaux.

La décision d'investissement notamment au niveau des investisseurs étrangers reste toujours soumise à une préoccupation majeure : l'état de la gouvernance dans une économie.

*La gouvernance « fait référence aux relations entre la Direction d'une entreprise, son Conseil d'Administration, ses actionnaires*

---

<sup>(3)</sup> en 1983, le Maroc était en situation de quasi insolvabilité commerciale

<sup>(4)</sup> 16 centres régionaux institués par la lettre Royale du 9 Janvier 2002

<sup>(5)</sup> Cf. charte PME cadre institutionnel, chapitre 1

<sup>(6)</sup> Loi n° 53-00 du 23 Juillet 2002

*et d'autres parties prenantes. Elle détermine également la structure par laquelle sont définis les objectifs d'une entreprise, ainsi que les moyens de les atteindre et d'assurer une surveillance des résultats obtenus. Un gouvernement d'entreprise de qualité doit inciter le Conseil d'Administration à poursuivre des objectifs conformes aux intérêts de la société et de ses actionnaires et faciliter une surveillance effective des résultats obtenus »<sup>(7)</sup>*

Une carence de gouvernance comporte des coûts importants pour la collectivité et tend à rendre inopérantes les mesures incitatives consenties par le pays pour l'investissement.

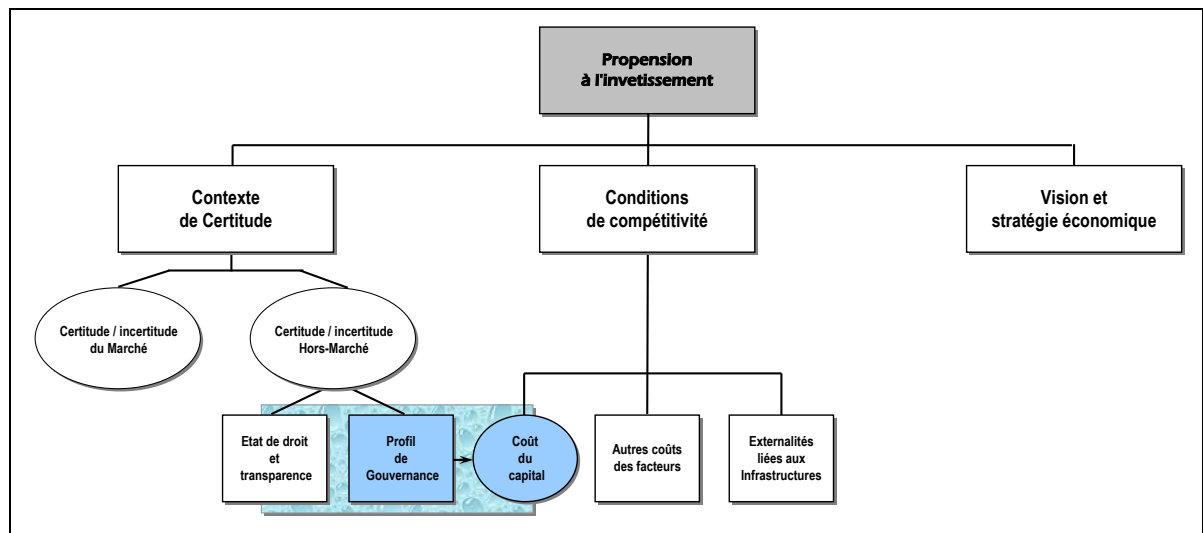
*A l'inverse : « sur le plan économique, la transparence et la codification des informations économiques favorisent les bons arbitrages et orientent efficacement les ressources financières vers les secteurs les plus contributifs à la croissance »<sup>(8)</sup>.*

Désormais, le profil de gouvernance développé par l'économie est une dimension essentielle de la « *salubrité* » et de « *l'hygiène* » d'une économie. Il représente une variable décisive dans la propension à l'investissement comme bien souligné dans le schéma ci-après.

---

<sup>(7)</sup> OCDE : « principes de gouvernement d'entreprise » 2004

<sup>(8)</sup> Rachid BELKAHIA, Président de la Commission Ethique et bonne Gouvernance ..... « La Gouvernance d'entreprise, levier de croissance » colloque du 9 mars 2004 organisé par la faculté de Droit de Casablanca avec collaboration du CIPE et de la CGEM



*Source : FOCS*

### **Figure 1 : Les déterminants de l'investissement**

Concrètement, à une carence de gouvernance est associé un coût implicite qui s'ajoute au coût du capital pour former le taux de rejet des projets (taux servant de seuil pour apprécier et disqualifier les opportunités d'investissement).

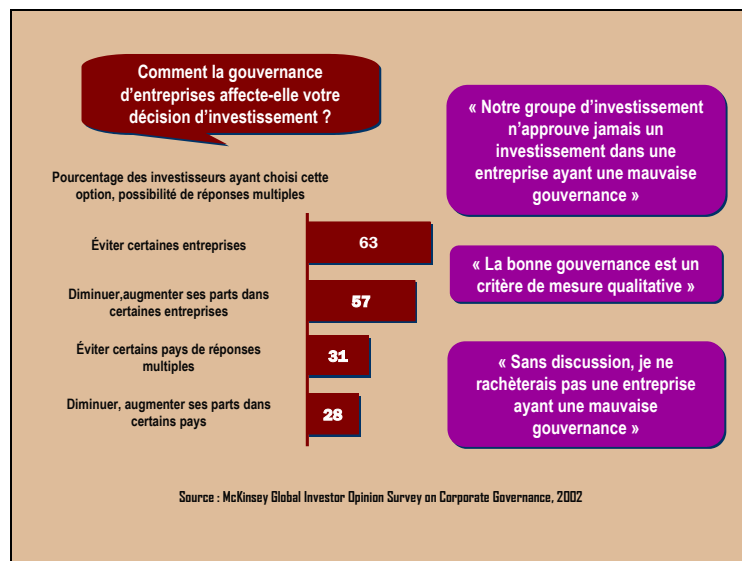
Sur le terrain, les études empiriques menées auprès des investisseurs<sup>(9)</sup> confirment bien :

- Que la gouvernance, désormais intégrée dans les décisions d'investissement, permet aux opérateurs :
  - D'éviter certaines compagnies selon les affirmations de 63% des opérateurs interviewés ;
  - D'augmenter ou de diminuer les engagements dans certaines compagnies pour 57% ;
  - D'éviter certains pays selon 31% des investisseurs ;
  - D'augmenter ou de diminuer ses engagements dans certains pays comme confirmé par 28% des réponses obtenues.

<sup>(9)</sup> McKinsey : "Investor opinion survey on Corporate Governance" 2002

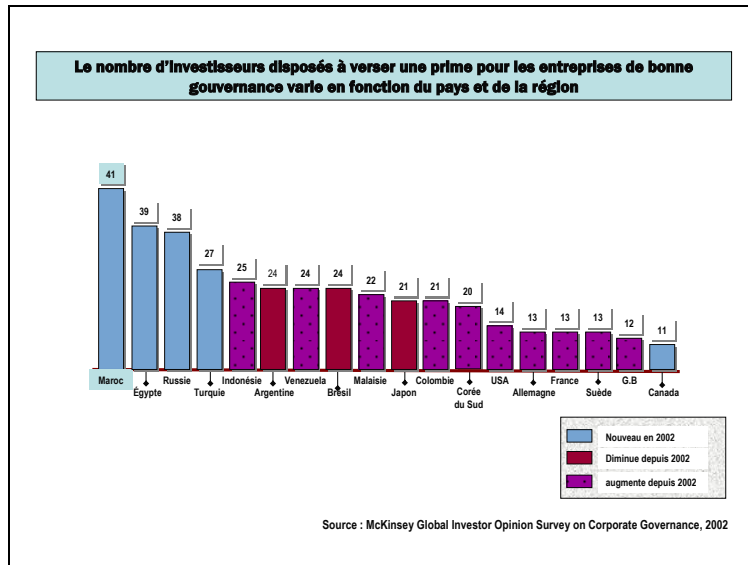


Ceci est illustré dans le schéma suivant et dans les déclarations des opérateurs telles que restituées dans le même schéma.



**Figure 2 : La gouvernance d'entreprises est désormais un critère d'investissement établi**

- Que les investisseurs sont disposés à payer une prime pour une économie bien gouvernée variable selon les pays. Elle est de :
  - 12 à 15 % pour l'Amérique du Nord
  - 20 à 25 % pour l'Amérique Latine
  - Plus de 30 % pour l'Europe de l'Est et l'Afrique
- Que cette prime qui peut être consentie est particulièrement élevée pour le Maroc : 41 % comparativement aux autres pays en développement comme l'illustre la figure 2 suivante :



**Figure 3 : Moyenne des primes que les investisseurs sont disposés à verser**

L'importance de la gouvernance est aujourd'hui comprise par les pays qui s'engagent de plus en plus à améliorer leur profil de gouvernance. Cette amélioration se traduit pour le pays par une baisse progressive de la prime à la bonne gouvernance comme le montre la figure (3).

**Progrès des Pays**

Pays	2000	2002
Indonésie	27	25
Malaisie	25	22
Thaïlande	26	20
Venezuela	28	24
Mexique	22	19
Chili	21	18
Italie	22	16
Suisse	18	15
USA	18	14
Allem/France	20	13
R.U	18	12

**Figure 4 : Prime à la bonne gouvernance**

Généralement, les pays cherchent à se référer aux principes élaborés et adoptés par l'OCDE en 1989. Ces principes ont été

révisés en 2004 pour tenir compte des évolutions des contextes et des préoccupations exprimées par les pays.

*Ces principes « sont un instrument en devenir définissant des normes et des bonnes politiques n'ayant pas de caractère contraignant, ainsi que des orientations pour la mise en œuvre de ces normes et pratiques qui peuvent être adaptés au gré des circonstances propres à chaque pays ou région »<sup>(\*)</sup>.*

L'exploration de la problématique de la gouvernance d'entreprise au Maroc, effectuée dans le cadre de cette étude, s'appuie sur la recherche d'un éclairage croisé issu de quatre approches :

- ◆ Une **approche exploratrice** basée sur un sondage qualitatif qui rend compte de l'état des lieux du gouvernement d'entreprises dans les entreprises marocaines ;
- ◆ Une **approche analytique** qui permet de cerner les acquis mais aussi les limitations et carences inhérentes à l'environnement ;
- ◆ Une **approche comparative** qui tend à situer le gouvernement d'entreprises par rapport à des critères facilitant des typologies exploitables complétées par des comparaisons internationales et des standards normatifs ;
- ◆ Une **approche suggestive** destinée à formuler un programme d'action réalisable eu égard aux spécificités nationales.

## **II- ETUDE DE L'ENVIRONNEMENT JURIDIQUE ET INSTITUTIONNEL DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE AU MAROC :**

Le Maroc dispose aujourd'hui d'un arsenal de textes juridiques relativement important relatif à l'environnement commercial et

---

<sup>(\*)</sup> OCDE : « Principes de gouvernement d'entreprise » 2004

financier et aux acteurs dans cet environnement. La plupart de ces textes incluent de façon explicite ou implicite des dispositions liées à la gouvernance d'entreprises, avec la création d'organes pouvant jouer un rôle spécifique dans ce domaine comme le CDVM par exemple. Pour la plupart, ils ont été émis, amendés ou complétés depuis la grande réforme du marché financier initiée en 1993. Nous reproduisons ci-après les textes qui peuvent avoir une relation directe ou indirecte avec les différents aspects de la gouvernance d'entreprise au Maroc.

- Loi 17-95 relative à la Société Anonyme
- Loi 5-96 relative aux autres sociétés commerciales
- Loi n° 15-95 formant code de commerce
- Dahir portant loi 1-93-211 amendé et complété par les lois 34/96, 29/00 et 52-01 relatif à la Bourse
- Dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993, amendé par la loi 23/01 relative au CDVM
- Dahir portant loi n° 1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM
- Loi n° 35-96 relative au dépositaire central, promulguée par le Dahir 1-96-246 du 1/1/97, modifiée par la Loi 43-02
- Loi n° 26-03 relative aux Offres Publiques
- Loi n° 35-94 relative aux TCN
- Loi n° 1-74-447 relative à l'arbitrage commercial
- Loi n° 9-88 relative aux obligations comptables des commerçants
- Loi n° 10-98 relative à la titrisation des créances hypothécaires
- Loi n° 15-89 réglementant la profession d'experts comptables et instituant l'Ordre des Experts Comptables
- Règlement Général de la Bourse des Valeurs, approuvé par l'arrêté du Ministre des Finances 499/98 et amendé par l'arrêté du Ministre des finances et de la Privatisation 1994/04
- Loi bancaire de 1993

- Décret 02.556 relatif au rachat en bourse d'action en vue de la régularisation

Comme on peut le remarquer, certains de ces textes datent d'avant la réforme du marché financier, comme le texte relatif aux obligations des commerçants, le texte relatif à l'arbitrage commercial. Mais tous les autres textes qui ont un impact direct et prépondérant sur la gouvernance d'entreprise sont venus après la grande réforme du marché financier de 1993, et se sont accompagnés de la création de nouveaux instruments et d'organes spécialisés jouant un rôle principal dans le marché financier tels que la société gestionnaire de la bourse, les sociétés de bourse, le CDVM, le dépositaire central (Maroclear), les OPCVM, etc. Certains d'entre eux ont même fait l'objet d'amendements depuis lors, comme le texte relatif au CDVM ou celui de la bourse des valeurs.

Notre propos ici est de passer en revue et d'analyser ces différents textes, ainsi que les organes qui les accompagnent sous l'angle de la gouvernance d'entreprise. Dans un souci de clarté, nous ferons l'analyse selon les principaux points composant les principes de l'OCDE en matière de gouvernance d'entreprise, tels que révisés en 2004. Les notes en bas de page permettront de faire ressortir de façon précise les aspects de gouvernance contenus dans les textes avec renvoi à l'article concerné dans la loi.

## **1. Protection des actionnaires**

### **■ Rôle conféré par les textes au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) :**

Les droits des actionnaires sont définis par le Dahir portant Loi 1-93-212, telle qu'amendée par la Loi 23-01 du CVDM, ainsi que par la Loi 17/95 relative aux SA.

D'après l'article premier de la loi du CDVM, ce dernier, qui est doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière sous la tutelle de l'Etat, « *veille au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières et en particulier s'assure de l'équité, de la transparence et de l'intégrité de ces marchés. Il assiste le gouvernement dans l'exercice de ses attributions en matière de réglementation de ces marchés* ».

De façon plus explicite, le CDVM a pour rôle de :

- Protéger l'épargne investie suivant les appels publics à l'épargne émis dans le marché financier ;
- Veiller à l'information pertinente des investisseurs afin de leur permettre de prendre des décisions en toute connaissance de cause ;
- Veiller au bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières en assurant la transparence, l'intégrité et la sécurité des transactions ;
- Veiller au respect des diverses dispositions légales et réglementaires régissant le marché financier.

Le CDVM a donc un rôle de premier plan a joué en matière de contrôle d'application et de promotion des principes de bonne gouvernance dans les sociétés faisant appel public à l'épargne.

Depuis sa création, cet organe a joué un rôle non négligeable dans l'amélioration de l'environnement de l'investissement et de la transparence dans le marché financier, par le biais d'actions auprès des opérateurs et de la publication de plusieurs circulaires.

Cependant ses pouvoirs étaient limités par les premiers textes de la réforme du marché financier, qui ne lui permettaient pas de contrôler tous les acteurs ni d'aller jusqu'au bout de ses

actions. Ce n'est qu'à partir de l'entrée en vigueur de la nouvelle Loi 23-01 sur le CDVM que ce dernier a commencé à intervenir efficacement, avec des pouvoirs plus étendus donnant une force exécutoire à ses circulaires qui deviennent opposables aux tiers dès leur publication au Bulletin Officiel.

Selon l'Article 4-3 de cette Loi, le CDVM peut désormais prononcer des mises en garde et des sanctions quand ses circulaires ne sont pas respectées. Il peut à cet effet mener des enquêtes<sup>1</sup> et dispose d'une commission paritaire pour instruire les faits susceptibles de donner lieu à des sanctions.

Par ailleurs, selon l'Article 4-1, le contrôle du CDVM s'étend désormais à tous les acteurs du marché, incluant les sociétés de bourse, la société gestionnaire, le dépositaire central, les OPCVM, les gestionnaires de Fonds, etc.

#### ■ Rôle conféré par les textes au dépositaire central (Maroclear) :

Maroclear est l'organe centralisateur qui assure la garde des titres, mais aussi le conseil et le contrôle en matière de respect des règles comptables. Il a été institué par la Loi n° 35-96 relative au dépositaire central<sup>2</sup>. Ce dernier a pour rôle :

- D'assurer la conservation des valeurs mobilières ;
- De faciliter la circulation des valeurs et en simplifier l'administration pour le compte de ses affiliés ;
- D'administrer les comptes courants de valeurs mobilières ouverts au nom de ses affiliés ;
- D'opérer tous virements entre les comptes courants sur instruction de ses affiliés ;
- De mettre en œuvre toute procédure en vue de faciliter à ses affiliés l'exercice des droits attachés aux titres et l'encaissement des produits qu'ils génèrent ;

---

<sup>1</sup> Article 24 de la Loi 23-01 sur le CDVM

<sup>2</sup> Loi n° 35-96 relative au dépositaire central, promulguée le 1er juillet 1997 en vertu du Dahir n°1-96-246 du 9 janvier 1997, modifiée par la Loi 43-02

- Et enfin d'assurer la codification des valeurs admises à ses opérations.

Il faut reconnaître que depuis la création de cet organe en 1997, de grands progrès ont été réalisés en matière d'enregistrement et de sécurisation des transactions, avec élimination quasi totale des suspens. Les actions sont sécurisées et leur enregistrement centralisé selon un système de codification conforme aux standards internationaux<sup>3</sup>.

#### ■ Rôle conféré par les textes à la société gestionnaire de la bourse (BVC) :

La BVC a été créée dans sa forme juridique actuelle (Bourse des Valeurs de Casablanca - BVC -) par le Dahir portant Loi 1-93-211, amendé et complété par les Lois 34/96, 29/00 et 52-01. C'est une société privée dont le capital est détenu à parts égales par les sociétés de bourse. Elle a pour mission de :

- Mener des actions en vue du développement de la Bourse des Valeurs de Casablanca ;
- Prononcer l'introduction des valeurs mobilières à la cote de la Bourse des Valeurs ;
- Prononcer la radiation des valeurs mobilières de la cote de la Bourse des Valeurs ;
- Veiller à la conformité des opérations de négociation et de dénouement effectuées par les sociétés de bourse au regard des Lois et règlements en vigueur ;
- Veiller au fonctionnement régulier des transactions boursières ;
- Porter à la connaissance du CDVM toute infraction qu'elle aura relevée dans l'exercice de sa mission.

Beaucoup de progrès ont été réalisés depuis la privatisation de la bourse suivant la réforme initiée en 1993, notamment en ce qui concerne la modernisation de la bourse et le système de cotation. La dématérialisation des titres et la migration d'un système de cotation traditionnel à la criée à un système

---

<sup>3</sup> Maroclear adhère aux normes de l'Agence Internationale de Codification des Valeurs mobilières, notamment le code ISIN, norme ISO 6166



électronique ont été réalisés. Le règlement/livraison avec un décalage de J+3 est assuré avec la mise en place d'un système de garantie de bonne fin depuis 2003, régi par le règlement général de la bourse des valeurs<sup>4</sup>.

Cependant, force est de constater que beaucoup reste encore à faire, en effet :

- Pour ce qui est du développement de la bourse, qui est l'une des missions essentielles de la société gestionnaire, il faut reconnaître que les réalisations restent maigres à en juger par le faible nombre de sociétés cotées qui est resté stationnaire autour de 53 depuis 1998, comparé à environ 40.000 sociétés ayant une forme juridique de sociétés de capitaux leur permettant d'être cotées. Les statistiques sont à cet égard éloquentes, comme le montre le tableau suivant donnant les introductions et radiations de la bourse entre 1997 et mars 2005 :

<b>Opérations</b>	<b>19 97</b>	<b>19 98</b>	<b>19 99</b>	<b>20 00</b>	<b>20 01</b>	<b>20 02</b>	<b>20 03</b>	<b>20 04</b>	<b>2005 (mars)</b>
<b>▪ Introductions</b>	5	5	3	0	3	0	0	2*	1**
<b>▪ Radiation</b>	1	1	1	1	2	0	3	1	1
<b>▪ Sociétés cotées</b>	49	53	55	54	55	55	52	53	53

**\* 2 sociétés publiques BCP et IAM, introduites respectivement en novembre et décembre 2004**

<sup>4</sup> Titre IV du règlement général de la Bourse, tel qu'approuvé par l'arrêté du Ministre des Finances 499/98 et amendé par l'arrêté du Ministre des finances et de la Privatisation 1994/04

## **\*\* introduction de STHEMA du secteur pharmaceutique introduite en février 2005**

- Pour ce qui est de la capitalisation boursière, du volume des transactions et de la performance, ils n'ont pas connu l'évolution espérée. Si on exclue l'impact de la BCP et d'Itissalat Al Maghrib introduites par l'Etat en 2004, ces indicateurs ont même régressé depuis le pic atteint en 1998-1999, comme l'illustrent les tableaux et graphiques des chiffres clés de la bourse mis en annexe. Le marché n'est pas efficient, et manque de dynamisme, de profondeur et de papier. Par ailleurs, les transferts d'actions ne sont pas encore en conformité avec toutes les recommandations du ISSA G30 2000<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> International Securities Services Association, recommandations faites en juin 2000 par le groupe des 30 réunis à Zurich en Suisse en juin 2000.

## ■ La liberté de transfert des actions :

En ce qui concerne la liberté de transfert des actions, le CDVM demande aux sociétés cotées d'éliminer toute clause de limitation des transferts d'actions de leurs statuts. Cependant, la Loi 17/95 relative aux SA comporte des dispositions qui permettent de limiter le transfert des actions enregistrées, telles que la clause du droit de préemption. Les statuts de la société peuvent aussi être assortis d'un pacte d'actionnaires ou assujettir le transfert d'actions à l'approbation préalable des actionnaires (clause de droit d'agrément).<sup>6</sup> Cependant, les clauses d'agrément visées à l'article 253 de la loi n° 17-95 précitée, portant sur les titres d'une société visée par une offre publique, ne peuvent être opposées par les actionnaires de cette société à l'initiateur de l'offre publique<sup>7</sup>.

## ■ Le droit des actionnaires à l'information :

En ce qui concerne le droit à l'information, les investisseurs ont le droit, en plus des informations semestrielles et annuelles importantes qui font l'objet de publications obligatoires, d'obtenir des informations sur une société dont ils sont actionnaires, notamment la liste des actionnaires et la part que chacun détient dans le capital<sup>8</sup>. Cependant, ces informations ne peuvent être fournies que de façon ponctuelle sur demande et au siège de la société. Si la société refuse de donner l'information requise, l'actionnaire peut demander au tribunal de l'obtenir en son nom.<sup>9</sup>

## ■ Le droit de vote des actionnaires aux assemblées :

---

<sup>6</sup> Article 253ff de la Loi 17/95 relative aux SA. Si l'acheteur n'est pas approuvé dans les 30 jours, le Conseil d'Administration doit s'efforcer de trouver un acquéreur pour lesdites actions.

<sup>7</sup> Article 15 de la Loi 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier

<sup>8</sup> Article 16 de la Loi 23-01 sur le CDVM

<sup>9</sup> Articles 146 et 148 de la Loi 17/95 relative aux SA

En ce qui concerne le droit de vote aux assemblées, il est en principe garanti par la Loi à tous les actionnaires. Toutefois, la Loi 17/95 relative aux SA permet aux sociétés d'exiger qu'un actionnaire détienne un minimum de dix actions afin de pouvoir participer aux assemblées générales annuelles ordinaires (AGO).<sup>10</sup> Dans ce cas, les actionnaires minoritaires peuvent se regrouper pour rassembler le nombre d'actions requises.

Le vote par délégation est permis<sup>11</sup>, mais la personne qui vote par délégation doit être actionnaire de la société et sa signature certifiée par une entité administrative. Il n'existe pas de dispositions légales sur le vote par correspondance bien que quelques sociétés le pratique. Les actionnaires qui envoient un "vote en blanc" au président du Conseil donnent leur vote en faveur des résolutions proposées par le Conseil. Pour pouvoir voter, les actionnaires doivent justifier leur qualité d'actionnaires cinq jours avant l'AGO<sup>12</sup> et toute pression ou mesure affectant la liberté de vote est interdite par la loi. Tout actionnaire a le droit d'être informé des droits de vote liés aux différentes catégories d'actions. Les noms des actionnaires nominatifs sont enregistrés dans le registre des transferts disponible au siège de la société. Les sociétés doivent également soumettre un tableau énumérant les principaux actionnaires lors de leur déclaration annuelle d'impôt (document faisant partie de la liasse fiscale).

En ce qui concerne la libération et le droit de vote conféré par les actions, au moins 25 % du prix de souscription des actions en numéraire doit être libéré à l'émission, le reste dans un délai maximum de trois ans.<sup>13</sup> Les actions non entièrement libérées sont cependant enregistrées et ont droit de vote.<sup>14</sup> Au cas où la société décide de rembourser des actions, les actionnaires enregistrés peuvent recouvrer la valeur nominale de leurs actions. Ces actions remboursées

---

<sup>10</sup> Il n'y a pas de minimum d'actions pour les réunions extraordinaires. Article 127 de la Loi 17/95 SA.

<sup>11</sup> Article 131 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>12</sup> Article 130 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>13</sup> Article 246 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>14</sup> Article 273 de la Loi 17/95 relative aux SA

(actions de jouissance) ne reçoivent plus de dividendes mais continuent à avoir droit de vote.<sup>15</sup> Des droits de vote double peuvent être accordés par le Conseil d'Administration ou l'assemblée extraordinaire aux détenteurs d'actions entièrement libérées et enregistrées au nom du même actionnaire pendant deux ans au moins.<sup>16</sup> Si elles sont vendues ou converties en actions au porteur, elles perdent leur droit de vote double.

Des actions préférentielles peuvent être émises si la société a enregistré des résultats positifs et distribué des dividendes les deux années précédentes<sup>17</sup> ; le dividende préférentiel est cumulatif.<sup>18</sup> Durant la liquidation, ces actions ont priorité sur les actions régulières.<sup>19</sup> Elles n'ont pas le droit de vote ni le droit de participer à l'AGO,<sup>20</sup> mais acquièrent ces droits si aucun dividende n'a été distribué pendant trois ans.<sup>21</sup> La Loi 17/95 relative aux SA a introduit les certificats d'investissement sans droits de vote.<sup>22</sup> Pour chaque certificat d'investissement, un droit de vote correspondant est émis. Le droit de vote ne peut être vendu qu'avec un certificat d'investissement ou au détenteur d'un certificat d'investissement.<sup>23</sup>

## ■ Répartition des bénéfices (dividendes) :

Le Conseil d'Administration fait un rapport moral et financier à l'AGO annuelle des actionnaires et lui propose un projet d'affectation des résultats de l'exercice. Une fois que l'AGO approuve les comptes, le Conseil d'Administration annonce la distribution des dividendes aux actionnaires. Dans le cas de dividendes statutaires, la distribution est régie par les statuts de

---

<sup>15</sup> Article 202 ff de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>16</sup> Article 257 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>17</sup> Les actions préférentielles ne peuvent excéder plus d'un quart du capital (article 263 de la Loi 17/95 relative aux SA)

<sup>18</sup> Article 264 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>19</sup> Article 269 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>20</sup> Articles 261 et 263 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>21</sup> Article 256 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>22</sup> Article 243 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>23</sup> Article 286 de la Loi 17/95 relative aux SA

la société et ne peut être changée à moins que n'en décide ainsi une réunion extraordinaire des actionnaires.<sup>24</sup>

### ■ **Nomination et rémunération des administrateurs et des commissaires aux comptes :**

Les membres du Conseil d'Administration et du Conseil de Surveillance sont élus par l'AGO.<sup>25</sup> Il revient également à L'AGO de nommer et remplacer les commissaires aux comptes et d'arrêter la rémunération globale du Conseil d'Administration et celle du commissaire aux comptes.

### ■ **La participation à la tenue et aux décisions de l'assemblée Générale Ordinaire (AGO) :**

En ce qui concerne la tenue de l'assemblée, l'AGO se réunit une fois par an dans les six mois qui suivent la fin de l'exercice comptable.<sup>26</sup> La réunion est convoquée par le président du Conseil d'Administration ou par le président du Conseil de Surveillance en cas de structure bicéphale. Elle peut également être convoquée par les commissaires aux comptes, par le tribunal à la demande des actionnaires détenant au moins 10 % du capital.<sup>27</sup> L'annonce doit être publiée 30 jours auparavant dans un journal d'annonces légales incluant des informations de base sur l'identité de la société, ainsi que la date, l'heure, l'endroit, le programme et les résolutions proposées.

Les résolutions doivent spécifier si elles ont été approuvées ou non par le Conseil. L'annonce inclut également les états financiers annuels synthétiques accompagnés des rapports

---

<sup>24</sup> Article 331 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>25</sup> Article 48 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>26</sup> A moins que le tribunal ne la retarde de six mois: article 115 de la Loi 17/95 SA

<sup>27</sup> Article 116 de la Loi 17/95 relative aux SA

des commissaires aux comptes.<sup>28</sup> Pendant une période de 15 jours précédant l'AGO, les sociétés doivent mettre à la disposition des actionnaires, au siège, les informations suivantes : le programme de la réunion et les résolutions proposées, une liste comprenant les noms des membres du Conseil d'Administration et des informations sur les nouveaux membres proposés, une liste des actionnaires remontant à 30 jours avant l'AGO, un état d'inventaire, les états financiers synthétiques, le rapport du commissaire aux comptes, le rapport du Conseil d'Administration et la distribution proposée des dividendes.<sup>29</sup> Les actionnaires ont le droit de demander des copies de cette information sauf pour l'inventaire.<sup>30</sup>

Si le Conseil d'Administration ne convoque pas l'AGO ou ne soumet pas les états financiers et le rapport des administrateurs, ces derniers sont passibles d'amende. Si le président du Conseil d'Administration ne suit pas les procédures de notification, il est également passible d'amende.<sup>31</sup> Les actionnaires représentant 5% du capital ont le droit de proposer des résolutions à l'ordre du jour<sup>32</sup>, et seules les rubriques figurant à l'ordre du jour peuvent être discutées à l'AGO, sauf les décisions relatives aux administrateurs.<sup>33</sup> Le quorum de la première réunion de l'AGO est de 25 %, mais il n'y a pas de quorum minimum au second tour. Les décisions sont prises à la majorité simple des actionnaires présents. L'AGO est dirigée par les deux actionnaires les plus importants, qui peuvent déléguer cette responsabilité.<sup>34</sup>

## ■ La participation à la tenue et aux décisions de l'Assemblée Générale Extraordinaire (AGE) :

---

<sup>28</sup> Articles 121 ff et article 156 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>29</sup> Articles 140 ff de la Loi 17/95 relative aux SA et article 16 de la Loi 212 CDVM

<sup>30</sup> Articles 147 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>31</sup> Articles 388 ff de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>32</sup> Article 117 de la Loi 17/95 relative aux SA.

<sup>33</sup> Le retrait d'un ou de tous les administrateurs du Conseil d'Administration ou du Conseil de Surveillance peut être décidé à tout moment

<sup>34</sup> Articles 135-136 de la Loi 17/95 relative aux SA

Les décisions relatives aux modifications des statuts des sociétés, leur dissolution ou prorogation, les fusions et les acquisitions, sont du ressort des assemblées extraordinaires des actionnaires (AGE).<sup>35</sup> Le quorum de présence est de 50% au premier tour, et de 25% au second tour ; les décisions requièrent une majorité des deux tiers.<sup>36</sup> La décision de procéder à une émission de capital est prise par l'AGE ou déléguée au Conseil d'Administration.<sup>37</sup> Les actionnaires ont le droit de préemption.<sup>38</sup> Si le Conseil d'Administration ne respecte pas ce droit, ses membres sont passibles de sanctions (emprisonnements et amende).<sup>39</sup> Toutefois, le droit de préemption peut être annulé sur décision de l'AGE.<sup>40</sup> Les décisions d'une société de racheter ses actions, et le prix d'offre, sont prises par les actionnaires réunis en AGE (sous réserve de l'approbation du CDVM – dans le cas de rachat de régularisation en AGO, le visa du CDVM est obligatoire) et sont valables pendant 18 mois.<sup>41</sup> Une société ne peut détenir plus de 10 % de ses actions.<sup>42</sup>

### ■ La tenue et les décisions des assemblées spéciales :

La loi 17/95 relative aux SA a prévu des assemblées spéciales pour les actionnaires<sup>43</sup>. Toute modification des droits d'une catégorie d'actions requiert l'accord des actionnaires de ladite catégorie réunis en assemblée spéciale<sup>44</sup>. Le premier quorum est de 25 %. Il n'y a pas de quorum pour la deuxième convocation. Il en est de même pour les assemblées spéciales des détenteurs d'obligations.

---

<sup>35</sup> Articles 230ff de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>36</sup> Article 110 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>37</sup> Article 186 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>38</sup> Article 189 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>39</sup> Articles 396-399 et article 401ff de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>40</sup> Articles 192-193 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>41</sup> Article 281 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>42</sup> Article 279 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>43</sup> Article 107 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>44</sup> Article 113 de la Loi 17/95 relative aux SA



## ■ Le délit d'initié :

Selon la Loi 1-93-212 telle qu'amendée par la loi 23-01, toute personne ayant accès à une information confidentielle est initiée. Le délit d'initié constitue un acte délictueux régi par l'article 25 de la Loi 23-01. Ce délit est assorti d'une peine de prison de trois mois à deux ans et d'une amende allant jusqu'à cinq fois les profits réalisés par l'initié.<sup>45</sup> Une unité de surveillance est opérationnelle au sein de la BVC qui a le pouvoir de suspendre les cotations des actions et d'avertir le CDVM de toute opération qui lui paraît suspecte. Le CDVM a publié une circulaire relative au délit d'initié<sup>46</sup> et à l'information privilégiée et procède à des investigations sur le sujet. Cependant, à ce jour il n'y a pas eu de poursuites pour des délits d'initiés.

## ■ Les informations fausses :

Selon la Loi 23-01 sur le CDVM, l'information doit être « *exacte, précise, et sincère.* »<sup>47</sup>

L'utilisation ou la publication d'informations fausses ou de nature à induire en erreur les investisseurs est un acte délictueux régi par les articles 26 et 29 de la Loi 23-01. Les auteurs de ces actes sont passibles d'emprisonnement et/ou une amende pouvant atteindre 500.000 MAD.<sup>48</sup>

## ■ Le traitement équitable des actionnaires :

D'après l'article premier de la Loi sur le CDVM, ce dernier « *....s'assure de l'égalité de traitement des porteurs de valeurs*

---

<sup>45</sup> Avec un minimum de 200.000 MAD

<sup>46</sup> Circulaire n°06/97 relative à l'information privilégiée abrogée et remplacée par la circulaire n° 1.05 relative aux règles devant encadrer l'information au sein des sociétés cotées

<sup>47</sup> Article 12-4 de la Loi 23-01 sur le CDVM

<sup>48</sup> Articles 25 et 29 de la Loi 23-01 du CDVM

*mobilières* ». La Loi 17/95 relative aux SA rend les commissaires aux comptes responsables du traitement équitable de tous les actionnaires.<sup>49</sup> L'action de groupe n'existe pas, mais les actionnaires représentant 10 % du capital peuvent demander au tribunal de désigner un expert pour examiner une décision controversée de gestion ou du conseil. Ils peuvent intenter une action en justice contre les administrateurs et désigner un représentant dont le mandat doit comporter le nom et l'adresse de chaque actionnaire impliqué, et le montant des dommages. La même procédure est suivie dans une action en justice au nom de la société (action en référé).<sup>50</sup> C'est le devoir des tribunaux de commerce de faire respecter les droits des actionnaires et de leur appliquer un traitement équitable. En outre, le code du commerce prévoit la possibilité de régler les différends par arbitrage. Il est prévu d'établir les centres d'arbitrage dans les chambres de commerce, mais à ce jour, seule la Chambre Internationale de Commerce de Casablanca assure l'arbitrage.

### ■ Les conventions réglementées :

Les conventions réglementées si elles se déroulent aux prix du marché n'ont pas besoin d'être autorisées par le Conseil d'Administration ni publiées. Si elles se déroulent dans des conditions spéciales, la partie directement ou indirectement intéressée doit en informer le Conseil d'Administration et obtenir son autorisation. L'administrateur intéressé ne vote pas. Le Conseil d'Administration informe le commissaire aux comptes de l'événement dans les 30 jours, afin de préparer sur le sujet un rapport pour l'AGO.<sup>51</sup> Si l'AGO ne ratifie pas la décision du Conseil d'Administration et si des coûts sont générés par l'annulation de la transaction, ces coûts peuvent être imputés au compte de l'administrateur concerné et aux

---

<sup>49</sup> Article 166 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>50</sup> Article 352ff de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>51</sup> Articles 56ff et articles 95ff de la Loi 17/95 relative aux SA

autres administrateurs.<sup>52</sup> Si une convention réglementée a lieu au détriment de la compagnie sans autorisation préalable du Conseil d'Administration, elle peut être annulée. Il n'y a pas de règles spécifiques requérant la publication des conventions réglementées.

### ■ Les décisions importantes concernant les acquisitions et vente d'actifs par la société :

Les propositions de fusion ou d'acquisition sont sujettes à l'approbation des actionnaires réunis en AGE. Le Conseil d'Administration ou le directoire prépare un document résumant les aspects juridiques et économiques de la transaction proposée, qu'il soumet aux commissaires aux comptes 45 jours au moins avant l'AGE. Ces derniers vérifient les méthodes d'évaluation, le prix d'achat des actions ou les ratios d'échange. Cette information est mise à la disposition des actionnaires au siège de la société 30 jours avant l'AGE. L'appel d'offres est publié au bulletin officiel et deux fois dans un journal d'annonces légales à dix jours d'intervalle.<sup>53</sup> Toute acquisition d'actions franchissant les seuils de 5%, 10%, 1/3, 50% ou 2/3 doit être notifiée dans les cinq jours à la société émettrice, au CDVM et à la BVC. L'acquéreur doit préciser sa stratégie d'acquisition sur 12 mois au CDVM.<sup>54</sup> L'identité et les intentions de l'acquéreur, le nombre d'actions/pourcentage de capital acheté, et le prix d'achat doivent être diffusés dans la presse.<sup>55</sup>

Le pourcentage des droits de vote qui oblige son détenteur à procéder au dépôt d'une offre publique d'achat est déterminé par l'administration, sur proposition du CDVM, sans qu'il puisse être inférieur au tiers des droits de vote de la société

---

<sup>52</sup> Articles 60 et 98 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>53</sup> Article 230ff de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>54</sup> Circulaire du CDVM 8/97

<sup>55</sup> Article 68 de la Loi 34/96 portant amendement à la Loi 1-93-211

visée<sup>56</sup>. Ce pourcentage a été fixé par l'arrêté du Ministère des Finances\* à 40%.

Le dépôt d'une offre publique de retrait est obligatoire 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, au moins 90% des droits de vote de ladite société.<sup>57</sup>

## **2. Le rôle des parties prenantes dans la gouvernance d'entreprise**

### **■ Les salariés :**

Un nouveau code du travail a été adopté par la chambre des représentants en juillet 2003. L'AGE peut octroyer des privilèges aux employés ou à certains actionnaires à l'occasion d'une augmentation de capital.<sup>58</sup> L'article 10 de la Loi de Finance 2001 a introduit des plans d'options sur titres pour les employés. Les achats d'actions peuvent être émis avec une remise allant jusqu'à 10 % du prix du marché et peuvent être utilisés sur deux ans. Les employés doivent conserver les actions pendant trois ans pour que la plus value ne soit pas taxable.

Les détenteurs de certificats d'investissement, d'actions préférentielles et les représentants des associations de porteurs ont droit d'accès à la même documentation que les actionnaires.<sup>59</sup>

### **■ Les créanciers détenteurs d'obligations :**

---

<sup>56</sup> Article 18 de la Loi 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier

\* Arrêté du Ministère des Finances n° 1874/04 du 25 octobre 2004

<sup>57</sup> Article 20 de la Loi 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier

<sup>58</sup> Article 193 de la Loi 17/95 relative aux SA.

<sup>59</sup> Articles 288 et 304 de la Loi 17/95 relative aux SA

Toute décision impliquant des fusions ou acquisitions doit être soumise aux détenteurs d'obligations et d'obligations convertibles de la société absorbée. A défaut, ils doivent être remboursés.<sup>60</sup> S'ils ne se mettent pas d'accord ou s'il n'y a pas un quorum suffisant pour prendre une décision, l'association des porteurs peut s'opposer à la fusion au tribunal qui peut exiger un remboursement immédiat ou des garanties satisfaisantes.

Les détenteurs d'obligations ont le droit de former une association et d'élire un représentant.<sup>61</sup> Ils sont autorisés à assister à l'AGO mais ne votent pas. Les détenteurs d'obligations peuvent être convoqués en assemblée générale spéciale par leur représentant, par ceux qui détiennent au moins 10 % des obligations, par le Conseil d'Administration de la société, ou par les liquidateurs.

#### ■ Les autres parties prenantes :

La législation sur la protection des consommateurs est insuffisante, malgré des efforts accomplis récemment. Par ailleurs, Il n'existe pas de loi sur la protection de l'environnement, mais des dispositions spéciales s'appliquent aux sociétés privatisées. Le Maroc adhère à la convention internationale sur le travail des enfants bien que dans la pratique, la loi n'est pas toujours respectée.

### 3. Transparence et diffusion de l'information

#### ■ Obligation de publication d'informations :

D'après l'Article 20 de la Loi 23-01, le CDVM s'assure du respect des obligations d'information par les personnes et organismes faisant appel public à l'épargne. Par ailleurs, les

---

<sup>60</sup> Articles 236ff de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>61</sup> Articles 299ff de la Loi 17/95 relative aux SA

membres du Conseil d'Administration doivent veiller à ce que les conditions de diffusion de l'information soient respectées.<sup>62</sup> Ils sont passibles d'amende et d'emprisonnement s'ils publient sciemment des états financiers qui ne donnent pas une image sincère et fidèle de la société.<sup>63</sup>

Le CDVM est chargé de faire appliquer la loi sur la diffusion de l'information et a publié plusieurs circulaires sur le sujet<sup>64</sup>. Selon l'Article 16 de la Loi 23-01, les sociétés faisant appel public à l'épargne sont tenues de publier notamment le Bilan, le CPC, l'ESG, le TF, l'ETIC, ainsi qu'un résumé du rapport du commissaire aux comptes, 30 jours avant l'AGO dans un journal d'annonces légales. Après l'approbation par l'AGO des états financiers, les sociétés ont vingt jours pour les publier avec le rapport des commissaires aux comptes, et un mois pour les déposer au tribunal sous peine de sanctions.<sup>65</sup> Les sociétés cotées doivent aussi publier un compte de résultat semestriel estimé, comparant le semestre écoulé avec le semestre correspondant de l'exercice antérieur, ainsi qu'un bilan provisoire dans les 3 mois qui suivent la clôture de chaque semestre<sup>66</sup>.

### ■ L'information d'importance significative :

Toute information pouvant avoir un impact sur le prix de l'action ou sur le patrimoine des détenteurs de titres doit être communiquée immédiatement au CDVM et publiée par communiqué de presse<sup>67</sup>. Le CDVM peut demander aux sociétés de fournir des informations supplémentaires et de faire des ajustements dans leur communiqué.<sup>68</sup> Cependant, des problèmes subsistent en ce qui concerne la qualité de l'information diffusée. La loi ne requiert pas la diffusion des objectifs stratégiques des sociétés. La nouvelle loi sur le

---

<sup>62</sup> Article 72 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>63</sup> Article 384 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>64</sup> Circulaire n°05/00 relative à la note d'information exigée des personnes morales faisant appel public à l'épargne ; Circulaire n°07/97 relative à la diffusion de l'information fautive ou trompeuse ; Circulaire n°11/01 relative à la publication et à la diffusion d'informations financières par les personnes morales faisant appel public à l'épargne

<sup>65</sup> Article 158 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>66</sup> Article 17 de la Loi 23-01 sur le CDVM

<sup>67</sup> Article 18, Loi 1-93-212 CDVM, telle que modifiée et complétée

<sup>68</sup> Article 22, Loi 212 CDVM

CDVM, donnant plus de pouvoirs à ce dernier, stipule que l'information publique doit être précise, fiable et exacte et que toute information importante doit faire l'objet d'une publication pour le marché ; une circulaire définissant la notion d'information d'importance a été publiée par le CDVM en 1997.<sup>69</sup>

Les commissaires aux comptes soumettent des rapports spéciaux quand la pérennité de l'entreprise est compromise et que la société est en danger de faillite. Les procédures à suivre sont spécifiées dans la Loi portant code de commerce 15/95.<sup>70</sup> Il n'est pas obligatoire de diffuser des informations sur les structures de gouvernance et les politiques commerciales, ni sur les facteurs de risque prévisibles.

### ■ Les normes comptables et la consolidation de l'information financière :

Les normes comptables du Maroc sont basées sur la Loi No. 9-88 et le Code Général de Normalisation Comptable (CGNC) émis par le Conseil National de Comptabilité. Le CGNC a pour modèle la quatrième Directive de l'Union Européenne. La consolidation n'est pas obligatoire ; Cependant le CDVM exige des sociétés ayant la forme de groupe de présenter dans le cadre de la note d'information une situation comptable et financière consolidée conformément à l'annexe 1 de la circulaire 04.04 du 19.11.04. D'autres différences avec les Normes Comptables Internationales comprennent la non adhérence au principe de prédominance de la réalité sur l'apparence et l'absence de rapports par secteur d'activité.

---

<sup>69</sup> Circulaire n°05/97 relative à la publication d'informations importantes par les sociétés dont les titres sont cotés à la Bourse des valeurs (en cours de modification)

<sup>70</sup> Articles 546-559 du Code de commerce 15/95

La Loi 17/95 relative aux SA requiert que les sociétés faisant appel public à l'épargne aient deux commissaires aux comptes externes indépendants et provenant de compagnies différentes.<sup>71</sup>

### ■ Information sur les différentes catégories d'actions :

Les sociétés sont tenues de tenir un registre pour les détenteurs d'actions nominatives. Tout détenteur d'actions nominatives peut en obtenir une copie certifiée, signée par le Président du Conseil d'Administration/Surveillance.<sup>72</sup> Quinze jours avant leur AGO, les sociétés doivent fournir à tout actionnaire qui le demande une liste de leurs actionnaires, avec les pourcentages respectifs de capital détenu et la catégorie des actions.<sup>73</sup> Si la société refuse d'obtempérer, le tribunal peut l'astreindre à fournir cette information.<sup>74</sup> Les sociétés doivent aussi inclure dans leur déclaration annuelle d'impôt leurs principaux actionnaires.

### ■ Information sur le Conseil d'Administration :

En ce qui concerne l'information sur le Conseil d'Administration, une liste comportant les noms des administrateurs ou les membres du Conseil de Surveillance (selon le cas) ainsi que les candidats, est disponible avant l'AGO. La rémunération globale du Conseil d'Administration est fixée par l'AGO.<sup>75</sup> La loi n'impose pas la diffusion des rémunérations individuelles, ni celles relatives aux antécédents de carrière ou de fonctions des administrateurs.

## 4. Le Conseil d'Administration

---

<sup>71</sup> Article 159 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>72</sup> Article 245 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>73</sup> Article 16 de la Loi 212 CDVM

<sup>74</sup> Articles 145 et 148 de la Loi 17/95 relative aux SA

<sup>75</sup> Article 55 de la Loi 17/95 relative aux SA



## ■ Structure des Conseils et des Organes de Direction :

Conformément à la Loi 17/95 relative aux SA, les sociétés ont le choix entre deux structures d'administration :

- Soit un Conseil d'Administration unique
- Soit un Conseil de Surveillance et un Directoire.

Les sociétés avec un organe unique doivent réunir sous une seule personne les fonctions de Président du Conseil et de Directeur Général (PDG). Le PDG représente la société vis-à-vis des tiers et dispose de pouvoirs étendus.<sup>76</sup> Il peut déléguer ses pouvoirs, mais reste responsable. Certaines grandes entreprises, notamment publiques, sont passées à la structure à deux organes (Directoire et Conseil de Surveillance) pour éviter la responsabilité assumée par le cumul des positions de Directeur Général et de Président.

Les procédures de nomination sont les mêmes pour les Conseils à organe unique et les Conseils de Surveillance. La Loi ne fixe pas de limite au nombre de Conseils d'Administration dont un individu peut être membre.

## ■ Responsabilités, pouvoirs et rémunération des administrateurs :

Le Conseil est responsable vis-à-vis de la société et de ses actionnaires. Ses fonctions essentielles incluent la définition des objectifs de l'entreprise, le suivi de la gestion, la préparation et l'approbation des états financiers, la convocation des assemblées générales, la nomination et le remplacement du président du Conseil/DG, la fixation des rémunérations des

---

<sup>76</sup> Articles 74 et 103 de la Loi 17/95 relative aux SA

administrateurs, du président et des gestionnaires, la possibilité d'émettre des garanties ou d'effectuer des dépôts, et la préparation et soumission des rapports des administrateurs à l'AGO.

Dans le cas de structure à organe unique (Conseil d'Administration), un minimum de deux tiers des administrateurs ne peuvent être des dirigeants de la société. Ces derniers sont chargés de la surveillance de la gestion et de la vérification des comptes. La Loi 17/95 relative aux SA suggère que ces derniers forment entre eux des comités de rémunération et d'investissement.<sup>77</sup>

Dans le cas de structure bicéphale, le Conseil de Surveillance établit la rémunération des membres du directoire. Ce dernier a une indépendance au niveau de la gestion, mais doit faire des rapports de gestion au Conseil de Surveillance sur une base trimestrielle. Avec l'autorisation du Conseil de Surveillance, le directoire peut déléguer ses responsabilités à des personnes tiers. Toutefois, la responsabilité du directoire demeure entière. L'une des fonctions principales du Conseil de Surveillance est le contrôle indépendant de la gestion. De plus, le Conseil de Surveillance peut demander au directoire tout document qu'il juge nécessaire et d'expliquer ses décisions de gestion ou de défendre la pertinence d'une dépense. Les statuts de l'entreprise peuvent stipuler que certaines décisions de gestion importantes soient préalablement approuvées par le Conseil de Surveillance. Au cas où le Conseil de Surveillance refuserait l'approbation, le directoire a le droit de soumettre la question à l'AGO.

## ■ PARTIE II : ETAT DES LIEUX DE LA PRATIQUE DE LA GOUVERNANCE AU MAROC

---

<sup>77</sup> Article 76 de la Loi 17/95 relative aux SA

L'évaluation de l'état des lieux de la pratique de gouvernance d'entreprise au Maroc a été faite par deux moyens complémentaires :

- A. Une enquête réalisée auprès des entreprises Marocaines faisant appel public à l'épargne ;
- B. Une discussion approfondie sur le thème au sein d'un Focus-Group composé d'experts et de représentants d'institutions susceptibles de jouer un rôle actif, promotionnel ou de contrôle en matière de gouvernance d'entreprise.

Nous développons ci-après le contenu de chacun de ces deux moyens utilisés et analysons leurs résultats en vue de formuler des recommandations dans la troisième partie.

## **I- EVALUATION DU SYSTEME DE GOUVERNANCE PAR LES ORGANES LOCAUX DE PROMOTION ET DE CONTROLE (FOCUS-GROUP)**

Les discussions avec les participants ont été focalisées sur deux thèmes principaux :

- Les rôles des opérateurs en matière de gouvernance d'entreprise, leurs latitudes et leurs pouvoirs ?
- L'analyse critique des textes actuels : sont-ils complets ? sont-ils applicables et appliqués ?

### **1. Les opérateurs jouent-ils leurs rôles ? leurs latitudes et pouvoirs sont-ils suffisants ?**

- **Pour le Ministère de la Justice**, l'institution des tribunaux de commerce et les efforts de modernisation soutenus par des financements internationaux a permis de faire une avancée substantielle qui a permis aux magistrats de développer leurs méthodes de travail et leurs

performances, même si sur le plan de l'effectif, il faut encore faire plus d'efforts. Dans l'intervention du représentant du Ministère, les points suivants méritent d'être soulignés :

- Les tribunaux de commerce ne jouent pas seulement le rôle d'une instance de jugement, mais aussi et de plus en plus un rôle de conseil à titre préventif. Or malheureusement il a été relevé que peu d'entreprises ont recours à ce conseil, alors qu'environ 70% des affaires traitées par le tribunal de commerce sont dues à des problèmes de gestion<sup>78</sup>;
- Selon les mêmes sources, en 2004 seulement 10 entreprises sur l'ensemble des affaires traitées par le tribunal de commerce ont demandé un arrangement à l'amiable.
- Malgré les progrès réalisés dans l'activation des jugements grâce à la création des tribunaux de commerce, beaucoup reste encore à faire, notamment en matière d'application des jugements ; seulement 30% environ des jugements feraient l'objet d'application, sur les 50.000 jugements réalisés en 2004 au tribunal de commerce de Casablanca.

Un autre point soulevé par les participants et confirmé par le représentant du Ministère de la justice est celui de l'insuffisance d'experts spécialisés dans le domaine de droit des affaires auxquels les juges peuvent faire appel. Actuellement la plupart des experts disponibles relèvent plus du domaine comptable que du droit des affaires.

- **Pour le CDVM**, la loi initiale 1-93-212 du 21 septembre 1993 ne donnait pas à cet organisme les pouvoirs nécessaires pour jouer pleinement son rôle en tant que garant du respect des règles déontologiques et de transparence par les opérateurs. Ceci explique l'attitude du

---

<sup>78</sup> Statistiques relatives au Tribunal de Commerce de Casablanca

CDVM parfois qualifiée de passive, face à des requêtes et doléances émanant de certains opérateurs du marché. Mais, les efforts déployés depuis sa création en 1994 ont cependant permis de faire des avancées spectaculaires, aussi bien sur le plan du cadre juridique, que celui des pratiques de gouvernance par les acteurs du marché.

Ainsi, une nouvelle loi 23-01 relative au CDVM a été instituée à partir de 2004, donnant plus de pouvoirs au gendarme de la bourse pour jouer pleinement le rôle qui lui revient. Par ailleurs les circulaires publiées sur les aspects sensibles pour les investisseurs (tels ceux relatifs à la diffusion de l'information, la transparence, le délit d'initié, etc.) et les contrôles effectués par le service des enquêtes du CDVM de façon ponctuelle et imprévisible auprès des opérateurs (sociétés cotées, sociétés de bourse, OPCVM, etc.) ont permis d'améliorer substantiellement les pratiques en matière de gouvernance et de respect de la Loi. Selon le CDVM, depuis la publication de la loi de 1993, plusieurs sociétés ont été radiées de la bourse, dont 11 depuis 1997 (voir détail des radiations page 9), et les sociétés inscrites actuellement à la cote respectent leurs obligations en matière de diffusion de l'information.

- **Pour Maroclear**, beaucoup de progrès ont été réalisés depuis la création de cet organisme centralisateur en 1997, conformément à la loi 35-96. Parmi les progrès réalisés, on peut citer notamment :
  - La dématérialisation des titres et le passage au système de cotation électronique à la Bourse des Valeurs de Casablanca à partir de 1997 ;
  - L'institution du dépositaire central pour toutes les valeurs traitées sur le marché financier ;
  - L'adoption d'un plan comptable unique avec un contrôle soutenu du respect des règles de ce plan comptable ;
  - L'assainissement progressif des suspens de transactions/règlements qui se sont accumulés jusqu'en 1998, grâce à un effort soutenu et concerté avec les différents intervenants ;
  - L'adoption des normes de l'Agence Internationale de Codification des Valeurs mobilières, notamment le code ISIN, norme ISO 6166 ;

- La garantie de bonne fin des transactions avec un décalage de T+3, conformément à la pratique en vigueur dans la plupart des marchés internationaux ;
- Les prestations de service par le dépositaire central aux opérateurs.

Cependant, selon Maroclear, malgré ces acquis, il reste encore des progrès à faire dans son domaine d'intervention pour aligner les pratiques du marché financier Marocain sur les standards internationaux. L'objectif dans ce domaine serait le respect total des recommandations 2000 de l'ISSA <sup>79</sup>. Cet objectif serait atteint avec le développement du marché.

- **Pour l'OMPIC**, il y'a environ 140000 immatriculations au registre de commerce ; mais du fait qu'il n'y a pas d'informations concernant les sociétés ayant cessé leur activité, il n'existe pas actuellement de statistiques précises accessibles au public sur les sociétés en activité<sup>80</sup>. L'OMPIC confirme également l'opinion du CDVM sur l'amélioration des pratiques en matière de diffusion de l'information. Selon lui, depuis l'entrée en vigueur des lois sur les sociétés commerciales en 2001 instituant notamment l'obligation de déposer 2 exemplaires de leurs états financiers aux greffes du tribunal, le nombre de sociétés respectant cette disposition de la loi n'a cessé d'augmenter. De 27000 en 2001, le nombre des sociétés ayant déposé leurs états financiers est passé à 34.000 en 2003, et il est prévu qu'il atteigne 40000 en 2004, ce qui correspondrait au fichier des déclarations fiscales chez les impôts.

## **2. Les textes actuels sont-ils complets ? Sont-ils applicables et appliqués ?**

<sup>79</sup> Les recommandations 2000 de l'ISSA sont au nombre de 8, voir annexe pour consulter ces recommandations

<sup>80</sup> Seul le Ministère des Finances qui centralise les sociétés payant la patente pourrait disposer de cette information

Les consultants ont présenté aux participants la liste des textes en vigueur susceptibles de contenir des dispositions sur la Gouvernance, à savoir :

- Loi 17-95 relative à la Société Anonyme
- Loi 5-96 relative aux autres sociétés commerciales
- Loi n° 15-95 formant code de commerce
- Dahir 1-93-211 amendé par la loi 52-01 relatif à la Bourse
- Dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au CDVM, tel que révisé par la loi 23-01
- Dahir portant loi n° 1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM
- Loi n° 35-96 relative au dépositaire central
- Loi n° 26-03 relative aux Offres Publiques
- Loi n° 35-94 relative aux TCN
- Loi n° 1-74-447 relative à l'arbitrage commercial
- Loi n° 9-88 relative aux obligations comptables des commerçants
- Loi n° 10-98 relative à la Titrisation des créances hypothécaires
- Loi n° 15-89 réglementant la profession d'experts comptables et instituant l'ordre des Experts Comptables.

L'analyse des pratiques a permis de souligner certaines carences regroupées ci-après selon la logique de l'OCDE.

### ⇒ Section I : La culture et les fondamentaux

- Le concept de GE est encore peu familier dans le monde des affaires au Maroc, alors que les textes, notamment la loi 17/95 relative aux SA et la loi 23/01 relative au CDVM comportent plusieurs dispositions concernant ce concept. Il y'a apparemment un clivage entre les textes et la pratique.
- Pour bon nombre d'experts, la bonne gouvernance dans les pays en voie de développement ne signifie pas nécessairement l'adoption des standards internationaux,



tels que les standards de l'OCDE (forum de discussion en ligne de la Banque Mondiale clôturé en septembre 2004).

- Les textes et les concepts de bonne GE n'ont pas été suffisamment divulgués par les promoteurs auprès des opérateurs.
- Les organes institutionnels chargés de la promotion et du contrôle en matière de bonne gouvernance d'entreprises n'avaient pas toujours le pouvoir d'agir, du moins jusqu'en 2004 date d'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur le CDVM.
- Au Maroc, il n'existe pas un système incitatif à la bonne gouvernance, contrairement à certains pays étrangers en voie de développement

### **Commentaires additionnels**

- ⇒ *Le poids de l'histoire reste marquant sur les pratiques de la Gouvernance au Maroc : notre économie dominée par les affaires personnelles a vécu une longue période de rente et de protection qui a limité le développement d'une culture de gouvernance fondée sur la transparence : la confusion propriété / management demeure dominante. Les modes de cooptation sont encore dominants dans les structures de décision.*
- ⇒ *Lorsque les textes ont apporté une mise à niveau juridique et réglementaire, les dirigeants ont exprimé et expriment encore des réticences quant au dispositif de sanctions qu'ils comportent.*
- ⇒ *Le passage à la cotation n'est pas exclusivement lié au besoin de mobilisation de fonds. Il est fortement associé à la prédisposition pour la transparence (9 sociétés ont été radiées parce qu'elles ne jouent pas la transparence). Les limitations à la cotation proviennent aussi de la faible liquidité du marché.*

## ⇒ Section II : Droits des actionnaires

- Transfert des actions : Le transfert des actions n'est pas encore totalement en conformité avec les recommandations 2000 du ISSA. Le DVP n'est pas encore en continu à cause de l'exiguïté du marché, et des progrès restent aussi à faire sur bon nombre des 8 recommandations de cette instance.
- Dispositifs anti-OPA : Les droits de vote double, la possibilité d'émission d'actions avec droit de vote intégral sans paiement immédiat, la possibilité de rembourser des actions (aux actionnaires dévoués à l'actionnaire principal) tout en maintenant leur droit de vote...sont des dispositifs anti-OPA permettant à la direction d'échapper à ses responsabilités.

Transparence en matière de structure de capital et exercice du pouvoir : Les marchés financiers devraient pouvoir fonctionner de manière efficace et transparente en matière de contrôle des sociétés. Les structures du capital et les mécanismes de vote qui permettent à certains actionnaires d'exercer sur une société un contrôle disproportionné par rapport au montant de leur participation devraient donner lieu à publicité.

Or, le secteur coté au Maroc est interconnecté au secteur non coté par le biais de structures pyramidales et de participations croisées généralement avec une banque ou une compagnie d'assurance à la tête du groupe. Les actionnaires et les investisseurs de façon générale ne peuvent accéder à l'information relative à la structure de propriété qu'au premier niveau. L'actionnaire ultime est souvent inconnu des acteurs du marché.

## Commentaires additionnels

⇒ *Des efforts sont faits à ce niveau de sorte que le nouveau système développé par Maroc Lear permet la sécurité : le règlement et la livraison sont désormais concomitants*

*(depuis 2 ans). De même grâce à une bonne codification, il n'y a plus de problème de confusion ni de suspens.*

⇒ *La question des voix doubles appelle cependant à une meilleure réglementation.*

### ⇒ **Section III : Traitement équitable des Actionnaires**

- Les droits de vote devraient être exercés par les dépositaires des titres ou les fondés de pouvoir en accord avec le propriétaire du titre : Or, le concept de propriété ultime d'un titre par opposition au fondé de pouvoir n'est pas bien développé au Maroc. A ce jour, les dépositaires de titres ou les fondés de pouvoir ne consultent pas le propriétaire ultime des titres afin de recevoir des instructions de vote.
- Protection des droits des minoritaires : le système actuel instituant la supervision des AGO par les deux actionnaires principaux ne protège pas suffisamment les droits des actionnaires minoritaires.
- Les opérations d'initiés et opérations abusives pour compte propre : ces opérations n'ont jamais été sanctionnées à ce jour au Maroc. Or il y'a eu déjà des opérations de ce genre au Maroc, qui continuent d'être pratiquées !

### **Commentaires additionnels**

⇒ *Le CDVM a développé des services de veille qui permettent d'améliorer le suivi des acteurs. La nouvelle loi lui donne désormais plus de pouvoir pour réguler et appliquer des sanctions éventuelles.*

⇒ *Le vote des OPCVM a soulevé cependant les interrogations sur la défense des intérêts des actionnaires ultimes.*

### ⇒ **Section IV : Rôle Des Différentes Parties Prenantes Dans Le Gouvernement D'entreprise**

- Les textes et structures juridiques actuelles ne permettent pas de réparer avec célérité les préjudices subis par les parties prenantes de l'entreprise : problème de la lenteur de la justice, de l'état d'avancement des tribunaux de commerce et de la formation des magistrats.
- Protection des témoins (notamment les salariés) : Le système législatif actuel ne permet pas de protéger suffisamment les témoins de pratiques abusives, illicites ou contraire à l'éthique par les principaux dirigeants
- Protection des créanciers chirographaires : Le système législatif actuel ne permet pas de protéger suffisamment les créanciers en cas de faillite.

## **Commentaires additionnels**

- ⇒ *Le climat d'affaire tirera un avantage par l'instauration d'un climat de confiance :*
  - *Par la sensibilisation et la formation*
  - *L'application des textes ;*
  - *Professionnalisation des métiers.*
- ⇒ *Les médias ont un rôle essentiel à jouer, mais ils ont aussi besoin de formation dans les domaines de gouvernance. Ils ont besoin d'indépendance, de même que les experts pour ne pas être inféodés aux intérêts particuliers.*

## **⇒ Section V : Transparence et diffusion de l'information**

- Consolidation des comptes : Les groupes ne sont pas obligés de publier leurs états financiers consolidés et audités selon les normes internationales, contrairement aux recommandations des standards internationaux.
- Informations prévisionnelles : Seules quelques informations comptables rétrospectives sont publiées par les entreprises. Quid de leurs stratégies, objectifs, budgets etc.

- Manque de transparence relative à la Structure du capital et aux participations : En l'absence d'états financiers consolidés, l'information relative aux principaux détenteurs de participation au capital et droits de vote ainsi que les participations croisées n'est pas disponible.
- Communication financière : Au Maroc, une faible proportion d'entreprises ont développé un système de communication avec le marché, contrairement à ce qui se passe à l'étranger.
- Standards comptables : Au Maroc, l'adoption de standards internationaux en matière d'informations comptables n'est toujours pas appliquée.
- Indépendance des auditeurs : L'indépendance des auditeurs et commissaires aux comptes, n'est pas toujours évidente en raison de conflits d'intérêts éventuels.
- Responsabilité des auditeurs : A ce jour, il n'y a pas eu d'engagement de responsabilité des auditeurs complices avec les responsables de l'entreprise dans les cas de fraude ou non respects des textes.

### **Commentaires additionnels**

- ⇒ *Nous sommes en phase avec les normes françaises, mais la tendance actuelle est la convergence vers les normes internationales, notamment l'IFRS. En France, les sociétés cotées appliqueront ces normes dès 2005. L'Ordre des Experts Comptables souscrit à cette évolution et il est recommandé d'activer les textes sur la consolidation auprès du secrétariat général du Gouvernement.*
- ⇒ *Concernant la responsabilité et l'indépendance des auditeurs, L'Ordre des Experts Comptable souscrit à un contrôle partagé dans lequel le CDVM peut jouer un rôle important.*

### **⇒ Section VI : Responsabilité du Conseil d'Administration**

- Transactions réglementées : Les transactions avec personnes apparentées peuvent librement être réalisées actuellement tant qu'elles ont un caractère normal ; n'est-ce pas la voie libre à des abus ?
  - Implication des administrateurs dans la gestion : Peu d'administrateurs se dotent d'organes de conseil, d'audit et de contrôle de gestion pour les assister dans leurs fonctions.
  - Responsabilité fiduciaire des administrateurs : Le concept de responsabilité fiduciaire n'est pas toujours clair chez les administrateurs qui agissent souvent dans l'intérêt de l'actionnaire majoritaire.
  - Nomination des administrateurs : Très souvent, il n'y a pas de procédures claires de nomination des administrateurs.
  - Intégrité des informations : Très souvent, il n'y a pas de procédures permettant de s'assurer de l'intégrité des systèmes de comptabilité et de communication financière des entreprises au marché, en dehors de l'audit externe classique de la comptabilité.
  - Indépendance des administrateurs : Peu de Conseils d'Administration disposent d'administrateurs indépendants.
- Exercice des responsabilités d'administrateur : Les réunions des Conseils d'Administration sont souvent une simple formalité ; les administrateurs n'exercent pas leurs responsabilités sérieusement et comme il faut.

### **Commentaires additionnels**

- ⇒ *Il est toujours difficile d'avoir des informations sur d'éventuelles opérations entre les Administrateurs et les parties liées : rarement on a des réponses à nos interrogations sur le sujet. Le rapport du commissaire aux comptes à l'AG devrait inclure cet aspect, à charge pour lui d'en obtenir information par écrit auprès du président du Conseil.*
- ⇒ *La responsabilisation accrue des administrateurs sur le dispositif de contrôle interne (son effectivité) doit être*

*instituée avec un Comité d'Audit dirigé par un administrateur indépendant.*

- ⇒ *Des rapports sommaires devraient être régulièrement produits avec une évaluation ex-post du travail des administrateurs.*
- ⇒ *Pour plus d'efficacité, de transparence et d'objectivité dans le travail des administrateurs, on devrait encourager l'élaboration d'une charte de l'administrateur dans les sociétés.*
- ⇒ *Le CDVM devrait également jouer un rôle en faisant des recommandations par circulaire à l'endroit des administrateurs.*

## **INITIATIVES PHARES**

- a. Instituer le prix de la bonne gouvernance.
- b. Développer un code des bonnes pratiques du gouvernement d'entreprises (Entreprises cotées et non cotées) avec un palmarès signé par le CDVM.
- c. Instituer la formation des administrateurs (cf. IFA) avec une élaboration d'une charte de l'administrateur
- d. Développer le rôle du Comité d'Audit vers :
  - Le renforcement de la responsabilisation des administrateurs
  - Et une responsabilité partagée avec les experts

## **II- ETAT DES LIEUX DE LA GOUVERNANCE DANS LES ENTREPRISES MAROCAINES (ENQUETE):**

### **A. La Méthodologie utilisée dans l'enquête :**

L'enquête a été réalisée auprès d'un échantillon de 40 entreprises faisant appel public à l'épargne, en majorité cotées en bourse. Les entreprises ont été choisies de telle sorte à avoir un échantillon représentatif couvrant la plupart des secteurs de l'économie Marocaine.

L'enquête a été menée auprès des dirigeants des sociétés ou d'un responsable désigné par le Président Directeur Général, par entretien directe sur la base d'un questionnaire spécialement conçu à cette fin. Le questionnaire a été remis à l'avance aux sociétés soit par Email, soit par Fax, soit par coursier, pour leur permettre de se préparer à l'entretien ou de le faire renseigner par les personnes compétentes avant l'entretien.

Pour couvrir l'ensemble des aspects de la gouvernance, nous avons structuré ce questionnaire selon les principes de l'OCDE tels que révisés en 2004, et auxquels nous avons adjoint des questions propres à l'évaluation de la culture d'entreprise au Maroc. Le questionnaire couvre donc les aspects suivants :

- La culture en matière de gouvernance dans le monde des affaires au Maroc ;
- Les droits des actionnaires ;
- Le traitement équitable des actionnaires ;
- Le rôle des différentes parties prenantes dans le gouvernement d'entreprise ;
- La transparence et diffusion de l'information ;
- La responsabilité du Conseil d'Administration.

La mouture compète du questionnaire diffusé auprès des sociétés est donnée en annexe.

## **B. Analyse des résultats de l'enquête :**

Les tableaux et graphiques relatifs aux résultats des traitements statistiques du questionnaire sont donnés en annexe.



Il faut reconnaître que l'une des principales difficultés que nous avons rencontrées dans cette étude réside dans la disponibilité des personnes et leur prédisposition à répondre à des questions de gouvernance, relevant d'un domaine très sensible qui est celui de métier des dirigeants. Nous avons senti que les questions abordées sont parfois perçues comme relevant du domaine confidentiel de la Direction et du Conseil, ce qui a laissé certaines d'entre elles sans réponses. Quand le questionnaire a été soumis à un directeur autre que le PDG, les répondants nous ont souvent demandé par précaution de le faire d'abord approuver par ce dernier avant de nous le remettre. Dans d'autres cas, les responsables nous ont tout simplement fait savoir, aimablement, qu'ils ne sont pas intéressés par le sujet, ou que le responsable concerné n'est pas disponible !

Les difficultés rencontrées au niveau de l'enquête, à elles seules, en disent long sur le degré de transparence et les pratiques de gouvernance dans les entreprises au Maroc. En effet, malgré l'appui de la lettre adressée par la CGEM, les précautions prises, et les nombreuses relances, il n'a pas été possible d'avoir les réponses à l'ensemble des questionnaires. Le taux de réponses a été globalement de 45%. Cependant, l'exploitation du questionnaire sur la base des réponses obtenues semble être très instructive avec des tendances clairement perceptibles aux niveaux des principaux domaines de gouvernance.

## **1. La culture en matière de gouvernance dans le monde des affaires au Maroc**

### **■ *Le concept de gouvernance tel que perçu par les dirigeants***

Contrairement à ce qu'on aurait pu penser, la plupart des dirigeants et responsables avec lesquels nous avons eu des entretiens semblent connaître ou du moins être au courant du concept de gouvernance. A la question posée dans le questionnaire « Avez-vous déjà entendu parler des principes

de bonne gouvernance », la réponse a été affirmative pour l'ensemble des enquêtés.

**Cependant, si la plupart des responsables (94.4%) ont répondu qu'ils ont entendu parler des principes de bonne gouvernance, la majorité d'entre eux semblent méconnaître le contenu de ce concept et son étendue.**

**Les réponses à la deuxième question confirment sans équivoque cette affirmation. En effet, à la question qui demandait de lier le concept de gouvernance à certains aspects tels que les droits des actionnaires majoritaires, la transparence, etc. les réponses étaient loin d'être unanimes, et liaient vaguement le concept aux droits des actionnaires.**

**Par ailleurs, la plupart des sociétés cotées ont déclaré à la question 2 qu'elles disposent d'une charte de gouvernance (61.1%), mais le contrôle de vraisemblance fait plus tard à la question 43, montre qu'en fait il n'en est rien. Il s'agit souvent de conventions ou d'accords quelconques, mais pas de véritable code de gouvernance.**

**Enfin, fait surprenant qui dénote de la perception que peuvent avoir les dirigeants sur la gouvernance, certaines sociétés cotées en bourse nous ont parfois répondu (avant qu'on ne les corrige) qu'elles ont moins de 100 actionnaires. Ce qui signifie que mécaniquement, seuls les principaux actionnaires (ceux qui assistent aux conseils et aux assemblées) sont pris en compte dans les décisions des dirigeants.**

■ *Le degré de connaissance des textes relatifs à la gouvernance*

**La loi 17/95 relative aux SA (61.1%) , et dans une moindre mesure la Loi sur le CDVM (27.8%) ont été les plus citées dans les réponses. Cependant, il semblerait là aussi que le contenu de ces textes et leur implication en matière de bonne gouvernance ne soient pas connus. La preuve en est que, rares sont les interviewés qui ont pu apprécier les insuffisances de l'un quelconque des textes qui leur ont été présentés tel que cela a été demandé à la question 5 du questionnaire.**

■ ***La perception des textes***

**La plupart des interviewés n'ont pas pu répondre à cette question faute d'une connaissance suffisante des textes. Cela confirme que l'appareil législatif n'est pas encore bien connu par les dirigeants en matière de gouvernance et qu'il y'a un manque patent d'expertise dans le domaine juridique et de la gouvernance dans les entreprises marocaines.**

■ ***Le degré de connaissance des acteurs de la gouvernance et de leur rôle***

**Les organes en matière de gouvernance d'entreprise semblent être mieux connus que les textes.**

**En effet, dans les réponses, le Ministère des finances, le Ministère de la justice, le CDVM et la Bourse des Valeurs ont été souvent cités comme organes susceptibles de jouer un rôle en matière de gouvernance. Le rôle précis de ces organes en la matière reste cependant souvent méconnu des interviewés, du fait que les textes qui les régissent ne leur sont pas familiers.**

**Par ailleurs, les organismes internationaux actifs en matière de gouvernance semblent être peu connus par les responsables, comme cela apparaît à travers les réponses à la question 7.**

**2. La pratique de direction, de gestion et de contrôle des affaires et son degré de conformité avec les bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise.**

**■ *Respect des droits des actionnaires***

**Nous avons abordé dans le questionnaire les aspects relatifs au respect des droits des actionnaires à travers cinq points principaux, conformément à la méthodologie retenue dans les principes de l'OCDE, à savoir : les droits fondamentaux des actionnaires, le droit de participer aux décisions concernant des changements fondamentaux pour la société, le droit d'être suffisamment informé, de participer et de voter aux AGO, la divulgation des structures du capital et mécanismes permettant un contrôle disproportionné par rapport au montant de la participation, et enfin l'exercice par les institutionnels de leurs droits d'actionnaires en toute objectivité et transparence.**

**▶ Les droits fondamentaux des actionnaires :**

Le droit à l'information et droit de participer et voter aux AG semble être respecté conformément aux textes et sans coût pour l'actionnaire. Cependant il semblerait qu'il existe

souvent des actions nominatives, ainsi que des clauses d'agrément ou pactes d'actionnaires dans les statuts qui limitent la transférabilité des actions (question 8).

Par ailleurs, la nomination et la révocation des administrateurs, ainsi que le partage des bénéfices sont souvent des décisions prises par les actionnaires principaux seulement, à travers le Conseil, avec ratification de l'AG.

Enfin, aucune société n'a confirmé l'existence de litiges avec les actionnaires (question 22).

► **Le droit de participer aux décisions concernant des changements fondamentaux pour la société :**

Ces décisions sont souvent prises par l'AGE, mais on a rencontré des exceptions pour certaines décisions relatives à des cessions d'actifs où la décision était prise par le Conseil.

Par ailleurs, on a rencontré souvent des émissions de nouvelles actions réservées à une catégorie d'actionnaires

ou au management, où les intérêts des actionnaires minoritaires ne sont pas pris en compte.

▶ **Le droit d'être suffisamment informé, de participer et de voter aux AGO :**

Dans l'ensemble, ce droit est respecté dans la pratique, conformément aux textes en vigueur (questions 25 et 26). Les intérêts des actionnaires minoritaires ne peuvent être à ce niveau sauvegardés que par une révision des textes, notamment pour ce qui est des conditions pour inscrire des questions à l'ordre du jour, du vote par correspondance ou par procuration, etc. (voir plus bas recommandations sur le cadre législatif et institutionnel).

▶ **La divulgation des structures du capital et mécanismes permettant un contrôle disproportionné par rapport au montant de la participation :**

La majorité des sociétés publient des informations sur la **structure apparente** de leur capital (72.2%), mais pas sur les actionnaires ultimes. D'ailleurs le concept d'actionnaire ultime n'est pas toujours bien compris par les interviewés.

Il semblerait qu'il y'ait des structures pyramidales par l'entremise de sociétés écrans, mais l'information n'est pas disponible pour l'investisseur. A l'inverse, les participations

croisées semblent être moins fréquentes que nous le pensions (22.2% seulement).

► **L'exercice par les institutionnels de leurs droits d'actionnaires en toute objectivité et transparence :**

La majorité des sociétés (61.1%) a répondu ne pas avoir d'OPCVM dans leur capital, ce qui laisse à penser que si participation il y'a de ces institutionnels, elle reste minoritaire via la bourse. Dans le cas où ces OPCVM existent dans le capital, une bonne partie des entreprises ont répondu qu'ils n'exercent pas leur droit de vote.

Certaines sociétés ont également reconnu avoir des conflits d'intérêt dans leur structure de capital, mais n'ont pas pu répondre à la façon dont elles gèrent ces conflits.

■ ***Traitement équitable des actionnaires :***

**Les deux aspects intégrés dans le questionnaire à ce niveau sont l'égalité pour les actionnaires d'une même catégorie et la divulgation par les administrateurs et dirigeants des transactions pour leurs propres comptes.**

▶ **Egalité pour actionnaires d'une même catégorie :**

La plupart des interviewés (77.8%) ont répondu ne pas avoir plusieurs types ou classes d'actions (actions à vote doubles, privilégiés, etc.), ni avoir procédé à une modification des droits de vote des différentes classes d'actions existantes. Mais d'un autre côté, une bonne partie des réponses confirmait que l'information sur ce type d'action n'était pas disponible pour les investisseurs.

Par ailleurs, l'actionnariat étranger est présent dans 50% des sociétés enquêtées, mais le niveau de sa participation reste relativement faible ou minoritaire dans l'ensemble.

▶ **Divulgation par les administrateurs et dirigeants des transactions pour leur propre compte :**



La moitié des interviewés a confirmé l'existence de transactions dans le cadre des conventions réglementées (question 41). Cependant, il semblerait qu'une partie de ces transactions ne soit pas portée à la connaissance des actionnaires.

■ ***Rôle des différentes parties prenantes dans le gouvernement d'entreprise :***

**Les aspects abordés dans le questionnaires à ce niveau concernent : le respect des droits juridiques des parties prenantes, les mécanismes de participation des salariés dans l'intérêt d'une meilleure performance, et les requêtes des parties prenantes auprès du Conseil d'Administration.**

▶ **Respect des droits juridiques des parties prenantes :**

La majorité des sociétés ont répondu que leur personnel est syndiqué et qu'elles sont en train de mettre en application les dispositions du nouveau code du travail.

Une partie de l'échantillon dispose d'une convention collective ou d'un comité d'entreprise. Cependant, toutes ont répondu ne pas disposer de charte sur la gouvernance, et

peu disposent d'une convention relative à la protection de l'environnement ou du consommateur.

▶ **Mécanismes de participation des salariés dans l'intérêt d'une meilleure performance :**

La plupart des sociétés répondent avoir un mécanisme d'intéressement du personnel ; 22.2% lient cet intéressement à la participation au capital. Une seule société a déclaré faire participer les salariés au conseil.

Quand il y'a intéressement du personnel à la vie de l'entreprise, il se fait en général par d'autres moyens (primes, promotions, etc.).

▶ **Requêtes des parties prenantes auprès du Conseil d'Administration :**

La majorité des sociétés (72.2%) déclarent ne pas avoir reçu une requête de la part du personnel à l'intention du Conseil.

■ ***Transparence et diffusion de l'information :***

**Conformément aux principes de l'OCDE, nous avons intégré au questionnaire les aspects suivants pour cette section : la diffusion de l'information pertinente, la vérification annuelle des comptes par des commissaires aux comptes indépendants, et enfin les moyens pour diffuser l'information permettant un accès équitable dans les meilleurs délais et au meilleur coût pour les utilisateurs.**

► **Diffusion de l'information pertinente :**

Les sociétés ayant une structure de groupe ne procèdent pas toutes à la publication de situations consolidées parce que les textes ne les y obligent pas. La plupart des sociétés cotées en bourse et ayant une structure de groupe (61.1%) procèdent cependant à la consolidation de leurs comptes. La plupart des entreprises (61.1%) déclarent aussi avoir un service dédié à la communication financière.

Fait surprenant, la plupart des entreprises déclarent tenir des conférences de presse pour annoncer leurs résultats annuels et diffuser des informations sur leurs objectifs et stratégie (72.2%, questions 48 et 49).

A l'inverse, il faut noter l'absence totale d'informations diffusées sur la qualification, la rémunération et l'indépendance des membres du Conseil d'Administration et des principaux dirigeants, ainsi que sur les actionnaires ultimes. Une minorité d'entreprises seulement font part au marché des risques matériels importants prévisibles auxquels elles s'exposent (warnings) ainsi que des transactions avec les parties liées (questions 50 et 51).

► **Vérification annuelle des comptes par des commissaires aux comptes indépendants :**

La plupart des entreprises (88.9%) déclarent procéder à la publication de situations annuelles comptables auditées, y compris les situations consolidées quand elles sont faites.

► **Moyens pour diffuser l'information permettant un accès équitable, dans les meilleurs délais, et au meilleur coût pour les utilisateurs :**

La plupart des entreprises (77.8%) déclarent utiliser l'outil informatique ainsi que les réseaux de communication, y

compris l'outil internet. Nous n'avons cependant pas pu vérifier le degré d'informatisation de leurs systèmes d'information ni l'usage qui est fait de ces nouvelles technologies pour les besoins d'information des actionnaires et des investisseurs potentiels.

■ ***Responsabilité du Conseil d'Administration :***

Les aspects soulevés dans le questionnaire au niveau de cette section concernent notamment : l'appréciation des actions des administrateurs en ce qui concerne la déontologie, et la diligence requise dans l'intérêt de la société et des actionnaires, le traitement équitable de chaque catégorie d'actionnaires, le respect des règles juridiques en tenant compte des intérêts des actionnaires, les fonctions essentielles des administrateurs, le jugement objectif et indépendant sur la conduite des affaires de la société, et enfin l'accès des administrateurs à des informations exactes, pertinentes et disponibles en temps utile.

▶ **Agir en connaissance de cause, de bonne foi, avec toute la diligence requise dans l'intérêt de la société et des actionnaires :**

Selon les réponses obtenues, la moitié des sociétés disposent d'organes d'aide à la décision engagés par les administrateurs ; 55.6% des responsables déclarent aussi avoir une procédure de décision clairement définie par les administrateurs (question 56).

▶ **Traitement équitable de chaque catégorie d'actionnaires**

Un tiers seulement des sociétés disposent d'un mécanisme permettant aux administrateurs d'évaluer les conséquences de leurs décisions sur les différentes catégories d'actionnaires (question 58). L'ambiance des Conseils est souvent qualifiée de sereine, voir détendue et conviviale.

▶ **Respect des règles juridiques en tenant compte des intérêts des actionnaires**

L'utilisation par les administrateurs des services externes de conseils juridiques dans l'exercice de leurs fonctions existe, mais n'est pas la règle (44.4%, question 60) ; il en est de

même pour l'utilisation d'un code de conduite et de déontologie (question 61).

► **Fonctions essentielles du Conseil d'Administration :**

Les personnes interviewées sont majoritairement d'accord, sinon unanimes sur les fonctions suivantes qui pourraient revenir au Conseil d'Administration :

- Définition de la stratégie de l'entreprise
- Définition des objectifs à long, moyen terme et court terme
- Approbation des budgets annuels
- Définition d'une politique de risque
- Contrôle des principales dépenses d'investissement
- décision et contrôle en matière de cessions d'actifs

Ils ont pour la plupart déclaré disposer de fonctions de contrôle et d'évaluation de performance, notamment :

- Une fonction de contrôle interne (94.4%, question 63)
- Une fonction contrôle de gestion (83.3%, question 64)
- Un système d'évaluation des performances de gestion (72.2%, question 65).

Une partie des responsables a déclaré disposer de fonctions de contrôle et de gestion des conflits d'intérêts pouvant survenir entre le management, les administrateurs et les actionnaires, notamment :

- un dispositif de contrôle interne des transactions avec les parties liées
- un comité d'audit
- un comité d'éthique (dans une moindre mesure)

► **Nomination, rémunération et évaluation de la gestion des administrateurs et principaux dirigeants :**

Dans l'ensemble, il y'a peu d'entreprises dotées de dispositifs clairs, objectifs et efficaces à tous ces niveaux.

Les administrateurs sont nommés et révoqués par l'AGO qui fixe leur rémunération globalement, indépendamment des performances de la société (questions 68 et 69).

Pour l'essentiel, les actionnaires minoritaires sont hors circuit pour ces décisions et n'en sont pas informés.



Les comités indépendants en matière de rémunération sont rares. Le système d'évaluation des administrateurs existe dans 33.3% des cas (question 67).

► **Responsabilité des administrateurs en matière de la qualité et de l'intégrité des informations diffusées :**

Les seuls organes souvent cités par les interviewés pour les aider à assurer l'intégrité du système d'information sont l'audit interne (77.8%) et dans une moindre mesure le contrôle de gestion et l'audit externe (question 71).

Plus de la moitié déclarent avoir un responsable de communication financière.

► **Jugement objectif et indépendant sur la conduite des affaires de la société :**

Les responsables semblent être peu familiers avec le concept de responsabilité fiduciaire des administrateurs (question 73), bien qu'un tiers d'entre eux déclarent avoir des administrateurs indépendants (question 74).

La moitié déclare que leur société dispose de comités spéciaux créés au sein du Conseil d'Administration pour aider ce dernier dans la conduite des affaires (question 75).

La composition, l'objet et la mission de ces comités ne sont cependant pas toujours portés à la connaissance des actionnaires (question 76).

Le nombre de Conseils tenus se situe pour la plupart des sociétés entre 2 et 3 réunions par an, avec une durée moyenne d'une demi journée par réunion pour la majorité des sociétés.

Le taux de présence aux Conseils est dans la majorité des cas supérieurs à 50% et la réunion fait souvent l'objet d'un PV diffusé aux actionnaires (question 80).

- ▶ **Accès des administrateurs à des informations exactes, pertinentes et disponibles en temps utile :**

Les conseils d'administration des sociétés sont en majorité composés de moins de 10 membres (55.6% des cas), et de 10 à 20 membres (44.4% des cas).

Les interviewés ont déclaré en majorité que les administrateurs n'ayant pas de responsabilité dans la gestion ne peuvent pas s'attacher les services de conseillers aux frais de la société pour les aider à prendre leurs responsabilités. Ils ont cependant accès à l'information directement auprès des gestionnaires (61.1%).

### **■ PARTIE III : RECOMMANDATIONS ET PLAN D'ACTION**

Dans la partie précédente, l'étude de l'état des lieux de la pratique de la gouvernance au Maroc nous a permis de faire ressortir des insuffisances ou des décalages par rapport aux standards retenus par l'OCDE. Cependant, nous pensons que l'adoption à la lettre, des recommandations de l'OCDE en la matière n'est pas chose facile dans le contexte Marocain et ne garantit pas pour autant l'efficacité souhaitée dans ce domaine. Le forum de discussion en ligne qui avait été initié par la Banque Mondiale au deuxième trimestre de l'année 2004 sous le thème : « How is Corporate Governance Relevant in Low – income Countries » a clairement démontré selon la majorité des experts qui ont participé à cette discussion que l'application brutale et sans discernement des principes de l'OCDE n'est pas

forcément une bonne chose dans les pays en voie de développement qui n'ont pas une tradition dans le monde des affaires.

Pour le Maroc, nous recommandons d'adopter une approche méthodique et structurée autour d'actions ciblées permettant le développer un système de gouvernance efficient, tenant compte des spécificités locales.

Les recommandations que nous présentons ci-après s'articulent autour de deux axes principaux, conformément à l'analyse faite dans la deuxième partie du cadre juridique et institutionnel et de l'étude de la pratique de gouvernance par les entreprises sur le terrain :

- **Les recommandations spécifiques relatives au cadre législatif et institutionnel, sur la base des principes de l'OCDE ;**
- **Les recommandations générales relatives à la promotion d'une culture de bonne gouvernance, spécifique au Maroc.**

#### **I- RECOMMANDATIONS SPECIFIQUES RELATIVES AU CADRE LEGISLATIF ET INSTITUTIONNEL SUR LA BASE DES PRINCIPES DE L'OCDE EN MATIERE DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE, TELS QUE REVISES EN 2004**

Ces recommandations relatives au cadre législatif et institutionnel sont résumées dans le tableau suivant, conformément au découpage retenu par l'OCDE.

<b>SECTION I : DROITS DES ACTIONNAIRES</b>	
<b>Principes de gouvernance</b>	<b>Recommandations</b>

<p><b>1. Enregistrement et transfert des titres</b></p>	<p>Le transfert des actions n'est pas encore en conformité totale avec les recommandations de l'ISSA G30 2000<sup>81</sup>. Il faudrait Introduire un programme de mise à niveau concernant la conformité avec les 8 participants du ISSA.</p>
<p><b>2. Accès à l'information</b></p>	<p>Les sociétés devraient avoir l'obligation de publier un rapport annuel complet, contenant les informations pertinentes, ainsi que les risques importants et les engagements hors-bilans, notamment des informations sur la stratégie, les objectifs et les budgets, en plus des états financiers annuels et semestriels dont la publication est prévue actuellement par les textes,</p>
<p><b>3. Participation et vote à l'AGO</b></p>	<p>Les actions non-entièrement libérées ne devraient jouir que d'un droit de vote au pro-rata. Encourager l'activisme des actionnaires. Promouvoir la création d'une organisation représentant les actionnaires minoritaires</p>
<p><b>4. Election du Conseil d'Administration</b></p>	<p>Introduire le droit de vote cumulatif. Limiter le terme des membres du Conseil d'Administration à deux ans ainsi que le nombre d'administrateurs.</p>
<p><b>5. décision d'affectation des résultats et partage des bénéfices</b></p>	<p>Les intérêts des actionnaires minoritaires devraient être pris en compte, avec notamment la définition d'une politique de distribution des dividendes claire.</p>
<p><b>6. Autorisation d'émission de nouvelles actions</b></p>	<p>Limiter la durée de l'autorisation donnée au Conseil d'Administration</p>

<sup>81</sup> International Securities Services Association, recommandations faites par le Groupe des 30 en juin 2000 à Zurich (voir ces recommandations en annexe).

	pour effectuer une telle opération. La durée donnée au Conseil qui est actuellement de 3 ans est à notre avis très longue.
<b>7.</b> Information suffisante et opportune concernant les AGO	Inclure dans les informations destinées à l'AGO des renseignements sur les membres du Conseil et leur rémunération.
<b>8.</b> Possibilité de poser des questions et d'inscrire des points à l'ordre du jour	Actuellement, seuls les actionnaires détenant au moins 5 % du capital ont le droit de présenter des projets de résolutions. Il faudrait diffuser les contre-propositions faites par les autres actionnaires même si elles ne doivent pas faire l'objet de résolutions. par l'assemblée.
<b>9.</b> Conditions d'exercice de droit de vote des actionnaires	Le vote par correspondance, notamment le vote électronique, n'est pas abordé dans le cadre juridique actuel. Il faudrait introduire des dispositions pour le vote à distance, électronique ou tout autre moyen alternatif de vote.
<b>10.</b> Structure du capital	Les structures pyramidales et les participations croisées sont courantes et les textes actuels ne font pas obligation de les publier. L'information sur l'identité ultime des actionnaires n'est pas disponible. Il faudrait se conformer à cet égard aux recommandations de l'OCDE sur la divulgation de l'identité ultime des actionnaires.
<b>11.</b> Dispositifs anti-OPA	Les droits de vote double, la possibilité d'émission d'actions avec paiement différé mais jouissant de droits de vote

	intégral, les actions de jouissance sont des dispositifs anti-OPA. Il faudrait éliminer les dispositifs anti-OPA.
--	---

**SECTION II :  
TRAITEMENT ÉQUITABLE DES ACTIONNAIRES**

<b>Principes de gouvernance</b>	<b>Recommandations</b>
<b>12.</b> Exercice par les OPCVM de leurs droits d'actionnaires et gestion de conflits d'intérêt	Les OPCVM exercent rarement leur droit de vote soit en raison de leur position minoritaire, soit en raison de conflit d'intérêt. Il faudrait introduire une obligation pour les OPCVM de rendre leurs décisions de votes publiques.
<b>13.</b> Règles et procédures régissant le fonctionnement des AGO	Actuellement la présidence des AGO est confiée aux 2 administrateurs principaux. Pour sauvegarder l'équité de traitement de tous les actionnaires, il faudrait confier la présidence à un administrateur indépendant.
<b>14.</b> Exercice des droits de vote par les dépositaires et fonde de pouvoirs a la place des actionnaires ultimes	Des règles et réglementations devraient être introduites afin que les sous-dépositaires qui gardent des actions pour le compte de tiers soient dans l'obligation de voter en conformité avec les instructions de leurs propriétaires ultimes.
<b>15.</b> Exercice des droits de vote par les actionnaires étrangers	Il faudrait introduire un moyen spécifique appropriée d'information destine aux investisseurs étrangers et permettre le vote par correspondance ou par moyen électronique.
<b>16.</b> Divulgarion par les administrateurs et dirigeants	Le fait que les conventions réglementées n'ont pas à être publiées

des transactions pour leur propre compte	si elles se déroulent aux prix du marché ouvre la voie à des abus. Toute transaction pour compte propre devrait être portée à l'attention des actionnaires.
--	---

**SECTION III :  
RÔLE DES DIFFÉRENTES PARTIES PRENANTES DANS LE  
GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE**

<b>Principes de gouvernance</b>	<b>Recommandations</b>
<b>17. Respect des droits juridiques des parties prenantes, y compris les salariés, les consommateurs et l'environnement</b>	La protection de l'environnement de l'environnement n'est pas suffisante. Il faudrait introduire une législation sur la protection de l'environnement et activer la sortie du projet de loi relative à la protection du consommateur ainsi que l'application du nouveau code du travail. Il faudrait aussi encourager la société civile à jouer un rôle dans la protection de l'environnement et des consommateurs (encourager les associations actives dans ces domaines).
<b>18. Requêtes des parties prenantes auprès du Conseil d'Administration</b>	Protéger les parties prenantes soulevant des questions relevant de la moralité et de l'éthique contre les abus des principaux dirigeants.
<b>19. Protection des droits des créanciers en cas de plan de sauvetage de la faillite</b>	Accélérer la mise en place des tribunaux de commerce et des procédures d'arbitrage dans les chambres de commerce et prévoir un programme renforcé d'assistance technique pour la formation des magistrats des tribunaux de commerce.



**SECTION IV :**  
**TRANSPARENCE ET DIFFUSION DE L'INFORMATION**

<b>Principes de gouvernance</b>	<b>Recommandations</b>
<b>20.</b> Diffusion d'états financiers consolidés pour les groupes	A ce jour, la publication d'états financiers consolidés n'est pas une obligation pour les groupes. Il faudrait imposer la consolidation des états financiers pour les groupes.
<b>21.</b> Diffusion d'informations sur la stratégie, les objectifs et les budgets	La loi oblige seulement les sociétés cotées à diffuser 2 fois par an des situations comptables auditées. Il faudrait imposer la diffusion sur des informations prévisionnelles, informations importantes, ponctuelles et informations sur les risques et d'autres et d'autres aspects de la gestion.
<b>22.</b> Diffusion d'informations sur les participations croisées et les actionnaires ultimes	Il faudrait obliger les sociétés à publier des informations non seulement sur la structure de leur capital, mais aussi sur les actionnaires ultimes et les participations croisées éventuelles.
<b>23.</b> Adoption de standards internationaux en matière d'informations financières et comptables.	Pour satisfaire aux conditions des investisseurs étrangers, il faudrait encourager les sociétés à adopter les standards internationaux en matière d'informations comptables et financières (IFRS), y compris pour les consolidations.
<b>24.</b> Indépendance des auditeurs et conflits d'intérêt	Il faudrait mettre en place des mécanismes permettant de s'assurer du respect de la loi sur ces aspects.
<b>25.</b> Responsabilité des auditeurs en cas de fraude ou non respects des textes par l'entreprise	Les auditeurs devraient être co-responsables avec les administrateurs et principaux dirigeants en cas de fraude ou manquement au respect de la

	loi non rapportés.
<b>26.</b> Diffusion de l'information concernant la qualification, la rémunération et l'indépendance des membres du Conseil d'Administration et des principaux dirigeants	Rien n'oblige les sociétés à diffuser des informations sur ces aspects. Il faudrait prévoir la diffusion d'un rapport d'ensemble incluant des informations sur les membres du Conseil d'Administration et les principaux dirigeants ainsi que sur les ressources humaines de façon générale.
<b>27.</b> approbation des transactions effectuées avec des parties liées	Toute transaction avec les parties liées devrait être soumise à l'approbation des actionnaires même si elle est réalisée aux conditions du marché.
<b>28.</b> Evaluation et information du marché des risques matériels importants prévisibles (warnings)	Il faudrait mettre en place dans les sociétés cotées un comité spécialisé dans l'évaluation des risques ou charger le comité d'audit de superviser cette activité et de s'assurer que les informations soient mises à la disposition des actionnaires.

<b>29.</b> Diffusion d'informations concernant la structure d'organisation, le mode de management et les principes de gouvernance	Il est recommandé qu'un code marocain des meilleures pratiques en matière de gouvernance soit préparé et que les critères d'introduction en bourse soient modifiés afin d'obliger les entreprises cotées à commenter dans leur rapport annuel leur degré d'adhérence à ce code. Ces aspects devraient également être inclus dans la notice à l'occasion de l'introduction en bourse.
---	--

<p><b>30.</b> Accès a l'information : rapidité, gratuité</p>	<p>L'utilisation des nouvelles technologies de traitement et de communication de l'information reste encore limitée dans les entreprises marocaines.</p> <p>Il faudrait encourager les entreprises à se doter de systèmes informatiques et de communication de l'information permettant un accès gratuit et rapide pour les actionnaires (réseaux, site web, etc.).</p>
--	---

**SECTION V :  
RESPONSABILITES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

<b>Principes de gouvernance</b>	<b>Recommandations</b>
<p><b>31.</b> Agir en connaissance de cause, de bonne foi, avec toute la diligence requise dans l'intérêt de la société et des actionnaires</p>	<p>Les administrateurs ne sont pas toujours totalement conscients de leurs obligations fiduciaires et agissent souvent dans le seul intérêt des actionnaires majoritaires.</p> <p>Il faudrait introduire une réglementation pour la protection des décisions des administrateurs dans l'exercice de leurs fonctions "<i>business judgment rule</i>"), afin qu'ils puissent prendre leurs décisions en toute sérénité pour autant qu'ils respectent la loi, qu'ils se soient préalablement dûment informés, qu'ils agissent de bonne foi, et qu'ils soient convaincus que la décision qu'ils sont sur le point de prendre est dans l'intérêt de l'entreprise.</p>

<p><b>32.</b> Respect des règles juridiques en tenant compte des intérêts des actionnaires</p>	<p>Prévoir des structures et formules dédiées à la formation des administrateurs et d'experts conseils en la matière. Assurer l'application de la législation existante, notamment en renforçant les tribunaux de commerce et en assurant la formation des magistrats en matière d'affaires et de contentieux.</p>
<p><b>33.</b> Exercice des Fonctions essentielles</p>	<p>Les administrateurs ne connaissent pas toujours le contenu, l'étendue et les limites de leurs fonctions. Il faudrait élaborer un guide type de définition de fonctions destiné aux administrateurs.</p>
<p><b>34.</b> Suivi et contrôle des pratiques effectives de la société en matière de gouvernement d'entreprise en procédant aux changements qui s'imposent.</p>	<p>Les administrateurs ne sont pas toujours au courant des bonnes pratiques en matières de gouvernance. Il faudrait élaborer un code de conduite en matière de gouvernance d'entreprise tenant compte des spécificités Marocaines.</p>
<p><b>35.</b> Recrutement et rémunération des principaux dirigeants</p>	<p>Le niveau d'indépendance des organes de gestion vis-à-vis du Conseil d'Administration est peu marqué, même dans les entreprises dotées de Conseil de Surveillance et de Directoire. Il faudrait introduire, dans le code des meilleures pratiques, des comités de recrutement pour les Conseils d'Administration à organe unique, composés d'un nombre minimum d'administrateurs indépendants.</p>
<p><b>36.</b> Alignement des rémunérations des principaux dirigeants et des administrateurs avec les</p>	<p>L'information sur la rémunération individuelle, y compris les plans d'options de souscription d'actions, les prêts, et les retraites complémentaires,</p>

intérêts à long terme de la société et de ses actionnaires.	est maintenant considérée nécessaire pour évaluer l'alignement des intérêts des dirigeants avec ceux des investisseurs.
<b>37.</b> Procédure de nomination et d'élection des administrateurs.	Les procédures d'élection et de nomination des administrateurs devraient être soumises à l'approbation de tous les actionnaires.