

Les offres publiques au Maroc : Bilan de deux décennies d'évolution

Public Offerings in Morocco: Review of Two Decades of Evolution

EL AMRANI Anas

Doctorant en sciences de gestion
École supérieure de Technologie
Université Mohamed Premier Oujda-Maroc.
Laboratoire de recherche en Management et
Développement des Entreprises et des Organisations (MADEO)

FARCHECH Sabrina

Doctorante en sciences de gestion
École supérieure de Technologie
Université Mohamed Premier Oujda-Maroc.
Laboratoire de recherche en Management et
Développement des Entreprises et des Organisations (MADEO)

MRABET Najib

Professeur d'enseignement supérieur
École supérieure de Technologie
Université Mohamed Premier Oujda-Maroc.
Laboratoire de recherche en Management et
Développement des Entreprises et des Organisations (MADEO)

Date de soumission : 12/04/2025

Date d'acceptation : 09/06/2025

Pour citer cet article :

EL AMRANI. A. & AL. (2025) « Les offres publiques au Maroc : Bilan de deux décennies d'évolution », Revue Française d'Économie et de Gestion « Volume 6 : Numéro 6 » pp : 652- 676.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 International License



Résumé

L'évolution des offres publiques au Maroc est marquée par une pratique pré-réglementaire suivie d'une mise en cadre législatif strict, offre un terrain d'analyse riche pour comprendre les interactions entre régulation, stratégie d'entreprise et comportement des investisseurs sur les marchés émergents. En nous appuyant sur une démarche descriptive et analytique cet article propose une analyse quantitative des tendances des offres publiques sur le marché financier marocain après 20 ans de pratique dans le cadre d'une réglementation juridique précise. L'analyse sectorielle met en exergue une répartition déséquilibrée des opérations avec une présence significative du secteur financier qui représente 35 % des offres publiques. Les types d'opérations observés témoignent d'une prédominance des offres publiques d'achat (48 %) et des offres publiques de retrait (46 %), tandis que les offres publiques de vente et les offres publiques d'échange, réalisées de manière volontaire, restent marginales. Nous déduisons également que le niveau de prime n'est pas à lui seul un facteur déterminant du taux de réponse des actionnaires. Les facteurs contextuels tels que la nature du changement de contrôle, la perte anticipée de liquidité ou la crédibilité de l'opération jouent un rôle crucial dans la décision des actionnaires minoritaires de participer ou non à une offre.

Mots clés : Offre publique ; marché financier ; AMMC ; entreprises cotées ; gouvernance d'entreprise.

Abstract

The evolution of public offers in Morocco is characterized by a pre-regulatory practice followed by the establishment of a strict legislative framework, providing a rich basis for analyzing the interactions between regulation, corporate strategy, and investor behavior in emerging markets. Using a descriptive and analytical approach, this article presents a quantitative analysis of the trends in public offers within the Moroccan financial market over two decades of implementation under a specific legal framework. The sectoral analysis reveals an unbalanced distribution of operations, with the financial sector representing 35% of public offers. The types of operations observed demonstrate a predominance of public acquisition offers (48%) and public withdrawal offers (46%), while public sale offers and public exchange offers, conducted voluntarily, remain marginal. We also infer that the premium level alone is not a determining factor in the shareholders' response rate. Contextual factors such as the nature of the change in control, the anticipated loss of liquidity, or the credibility of the transaction play a crucial role in minority shareholders' decisions to participate in an offer.

Keywords: Public offer; financial market; AMMC, listed companies; corporate governance.

Introduction

Les offres publiques occupent une place cruciale dans le développement et le fonctionnement des marchés financiers. Elles facilitent l'acquisition de capital pour les investisseurs, améliorent la liquidité du marché et contribuent à la croissance économique globale. Ces opérations, qui constituent souvent des moments clés de restructuration et d'évolution pour les sociétés cotées, entraînent des modifications profondes dans leur structure et affectent leur cours boursier.

Tandis que le transfert de propriété des sociétés non cotées relève des règles de droit commun, la cession et la prise de contrôle des sociétés cotées obéissent à des règles spécifiques dans un marché réglementé, assurant, la transparence et l'équité. Le droit boursier, comme le souligne Bousaouf, (2020), prévoit des règles qui lui sont propres portant sur la surveillance des opérations boursières.

La réglementation des offres publiques est une pratique courante pour tous les marchés boursiers. A la fin des années 1990, plusieurs réformes se sont accélérées pour donner un nouvel élan aux marchés financiers : aux Etats-Unis, il s'agit de plusieurs projets de réforme lancés par la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, et en France le nouveau titre du règlement du Conseil des marchés financiers (CMF) relatif aux offres publiques a été adopté. Au niveau de l'union européenne, il convient de souligner que depuis 1980, plusieurs tentatives d'harmonisation des réglementations nationales relatives aux OPA/E ont été opérées. Ces efforts n'ont abouti que le 21 avril 2004 avec l'adoption d'une nouvelle version de la treizième de la directive OPA/E, qui visait à instaurer un système de coordination (et non plus d'unification) des actions des États membres relatives aux OP. (Meghouar, H. 2016).

Inspirées des pratiques internationales, les offres publiques au Maroc, sont instaurées en 2004 par le Dahir N° 1-04-21 du 1er Rabii I 1425 (21 avril 2004) portant promulgation de la loi n° 26-03 relative aux Offres publiques sur le marché boursier (Modifiée et complétée en 2007 par la loi 46-06). Ce cadre législatif repose sur la réconciliation entre la liberté d'initiative (initiateurs) et la protection des actionnaires minoritaires (Long, 2024), ponctuée par une surveillance du régulateur du marché boursier (AMMC). Il s'agit d'une loi qui définit les principes directeurs, le champ d'application des offres publiques ainsi que les étapes à suivre lors d'opérationnalisation d'une OP.

Cette loi de 2004 a été modifiée et complétée par la loi 46-06 entrée en vigueur en 2007. Avant cette date, aucune disposition juridique n'imposait à l'actionnaire de référence à initier une OPR. Ce n'est qu'à l'entrée en vigueur de la loi 46-06 en 2007 que des mesures ont été introduites imposant à l'actionnaire majoritaire et aux personnes agissant de concert avec lui de

lancer une OPR. Cette mesure visant à renforcer la protection des actionnaires minoritaires est obligatoire, avant la radiation des titres de la cote, en cas de forte concentration du capital ou lors de changements majeurs dans la stratégie de l'entreprise (Fusion, modification de statuts, transformation de la SA en SCA...)

Avant l'entrée en vigueur de la loi 46-06, la procédure de radiation était simplifiée pour l'initiateur. Elle se limitait à la publication d'un avis de la Bourse de Casablanca et à une annonce d'intention de rachat des titres des actionnaires minoritaires à un prix prédéfini. Ce prix n'était toutefois pas justifié par une évaluation indépendante ni par une méthode d'évaluation spécifique, comme l'exige désormais la loi 46-06. Dans cette période, plusieurs sociétés ont radié leurs titres suivant cette procédure simplifiée comme ORBONOR en 1998, FINANCIERE DIWAN et SOMAFIC en 2000, BNDE et LONGOMETAL en 2003.

Malgré deux décennies de pratique des offres publiques au Maroc, la question reste ouverte sur les tendances et les effets réels de ces opérations sur le marché financier marocain. Ainsi, nous nous intéressons à traiter la question suivante : **Dans quelle mesure la réglementation marocaine des offres publiques a-t-elle influencé la fréquence, la nature et le succès de ces opérations sur le marché, et quels sont les facteurs clés qui déterminent les taux de réponse à ces offres ?**

Cette question s'articule autour de l'évolution des pratiques depuis l'instauration de la réglementation en 2004 et de l'impact des différentes lois successives sur la dynamique des marchés financiers au Maroc. Nous cherchons ainsi à comprendre, à travers une démarche descriptive et analytique, les raisons derrière la participation active de certains secteurs et l'adoption de certains types d'offres (OPA, OPV, OPR), et à analyser les facteurs explicatifs des taux de réponse qui varient au fil des ans. Ainsi, nous commençons par une présentation des types et caractéristiques des offres publiques, puis nous discutons les soubassements théoriques relatifs à ces opérations et nous terminerons par la présentation des résultats de cette étude.

1. Revue de littérature : concepts et caractéristiques des offres publiques

Les offres publiques désignent les opérations qui entraînent un changement dans la structure de propriété d'une entreprise cotée. Aux termes de la loi n° 26-03 précitée, "*on entend par offre publique la procédure qui permet à une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, dénommée l'initiateur, de faire connaître publiquement qu'elle se propose d'acquérir, d'échanger ou de vendre tout ou partie des titres donnant accès au capital social ou aux droits de vote d'une société dont les titres sont inscrits à la cote*". En effet, le régime des offres

publiques s'étend premièrement aux opérations d'acquisition de titres de capital ou de droits de vote de sociétés cotées en bourse, qui s'adressent aux actionnaires desdites sociétés, et deuxièmement aux opérations de cession desdits titres s'adressant au public en général, par voie d'annonce publique et selon des modalités légales spécifiquement prévues à cet effet.

1.1. Typologie des offres publiques

La recherche sur les offres publiques se concentre principalement sur les OPA et les OPE. Selon Charlety-Lepers, (1990), les études théoriques et empiriques associées à ce sujet suivent généralement deux approches. D'une part, l'analyse du processus des OP en s'intéressant essentiellement au prix de l'offre, au choix entre OPA, OPE ou offre publique mixte, ainsi qu'aux effets de la concurrence entre les acquéreurs...etc. D'autre part, elles examinent les causes et les conséquences des OP qui comprennent entre autres l'identification des cibles, le comportement des dirigeants, les motifs d'acquisition, la création de la richesse pour les actionnaires des sociétés cibles et initiatrices...etc. Toutefois, il existe d'autres types d'offres publiques qui matérialisent l'achat, la vente, l'échange ou le retrait du marché boursier. C'est un moyen de rapprochement d'entreprises, de renforcement de contrôle, de retrait du marché et d'optimisation financière (Legros, 2023). Chacune de ces offres revêt des caractéristiques propres et se rapporte à des initiatives différentes.

1.1.1. Les offres publiques d'achat (OPA)

Que l'on se situe de l'optique juridique, économique ou financier, l'offre publique d'achat (ou offre publique d'acquisition) est la procédure qui permet à l'initiateur de l'offre, de faire connaître publiquement qu'il propose aux actionnaires de la société visée d'acquérir contre rémunération en numéraire les titres de leur société cotée en bourse. L'initiateur peut être une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert¹. Les raisons sont multiples ; l'obtention de synergies réelles ou financières, ainsi que le déploiement de l'OPA comme un instrument disciplinaire en cas d'inefficacité du management de la cible comme le souligne Eynaudi, C. (1991). Par ailleurs, Charlety-Lepers, P. (1990) ajoute une autre motivation associée à l'opportunité boursière : il est tout à fait naturel qu'un individu bien informé tente de tirer profit d'une entreprise sous-évaluée par le marché en lançant une OPA. Celle-ci intervient ainsi a priori, pour configurer le bloc de contrôle d'une société (OPA volontaire), comme elle

¹ L'action de concert désigne la coopération tacite ou formelle entre personnes physiques ou morales en vue d'acquérir, vendre des titres, ou exercer des droits de vote pour appliquer une politique commune ou faire échouer une offre publique. Lorsqu'une personne agit de concert avec d'autres, l'ensemble est réputé solidaire

peut être envisagée a posteriori dans le cadre de changement de l'actionnaire majoritaire (OPA obligatoire).

Du fait de l'influence de telles opérations sur l'évolution des cours boursiers, il n'est pas possible de prédire si une société fera l'objet d'une OPA. Par conséquent, un manque de vigilance concernant les obligations de préserver l'égalité de l'accès à l'information et les situations susceptibles de générer les délits d'initiés expose l'auteur de ces infractions à des sanctions juridiques strictes, (Boukhari, B., 2021). Par ailleurs, certaines entreprises sont considérées comme des profils « opérables », en raison de la structure dispersée de leur capital, ce qui les rend vulnérables aux acquisitions. Concrètement, cela signifie qu'il existe une possibilité d'acheter suffisamment d'actions pour prendre le contrôle majoritaire de l'entreprise, (Aslanoff, A., 2013).

Lors d'une OPA, les actionnaires de la société cible peuvent apporter leurs titres à l'initiateur de l'offre en acceptant le prix proposé par ce dernier, ou bien manifester un refus en conservant leurs titres. Un prix d'achat jugé insuffisant pourrait justifier ce refus comme il pourrait y avoir des raisons purement affectives.

1.1.2. Les offres publiques d'échange

La procédure de l'offre publique d'échange est similaire à celle d'une OPA à l'exception du mode de paiement qui s'effectue cette fois-ci par échange de titres et non plus en espèces.

De ce fait, l'OPE concrétise sur le marché financier une opération d'acquisition financée par échange d'actions. Briciu, L., & Nivoix, S. (2009), précisent que le recours au paiement par titres s'intensifie plus dans un contexte de surévaluation. Autrement dit, lorsque le management de l'initiateur est conscient que les actions de leur firme sont surévaluées, il décide de les échanger à travers une fusion ou une acquisition. Ce qui a pour effet de protéger les actionnaires de cette firme des risques de correction du marché, entraînant ainsi une perte de valeur. Dans ce type d'opération, l'initiateur et la cible doivent se mettre d'accord sur la parité d'échange et souvent l'initiateur (acquéreur) se voit contraint de proposer un prix supérieur à la valeur de marché de la société cible pour convaincre les actionnaires de celle-ci pour participer à l'opération. Comme le précise Benzekri, A. (2011), l'OPE comporte deux engagements de la part de l'initiateur, l'un d'acquérir et l'autre de céder ses titres en rémunération de l'apport des actionnaires cédants.

Selon Aslanoff, A., (2013), le paiement en titres est généralement plus répandu parmi les entreprises cotées que les entreprises non cotées. En effet, les actionnaires de la société cible qui prennent des risques d'appartenir à un nouveau groupe formé après l'opération de

rapprochement préfèrent obtenir des titres liquides et constamment évalués sur un marché boursier. Dans ce contexte, ils doivent ainsi se poser deux questions : à court terme, l'offre est-elle attractive ? Et à plus long terme, le nouveau groupe a-t-il une véritable pertinence économique ?

1.1.3. Les offres publiques mixtes

Une offre publique mixte (OPM) est une opération qui concrétise l'acquisition d'une société dont les titres sont inscrits sur le marché financier et dont le règlement se fait partiellement en titres avec soulte en espèces. Au sens de l'article 5 de la loi 26-03, c'est une opération qui combine entre l'OPA et l'OPE et les règles y applicables sont déterminées en fonction du caractère principal donné à l'offre par son initiateur, sous réserve de l'approbation de l'AMMC.

1.1.4. Les offres publiques de retrait²

L'OPR désigne la procédure qui permet aux actionnaires détenant, la majorité des droits de vote d'une société cotée, de faire connaître publiquement qu'elles se proposent de racheter des titres restants de ladite société. Ce mécanisme permet aux actionnaires minoritaires de sortir de la société, à des conditions de cours et de délai normales, notamment lorsque le capital connaît une forte concentration dans les mains de l'actionnaire majoritaire ou chez les personnes agissant en concert avec lui. Par ailleurs, l'OPR peut être une conséquence directe d'une prise de contrôle (OPA, OPE, offre mixte), ou bien, l'aboutissement d'un processus préparé qui permet légitimement aux actionnaires majoritaires de disposer de la totalité des titres pour gouverner la cible conformément à leurs objectifs et leur stratégie (Martinez, I. et Serve, S. (2011).

Selon Thomas, P., & Demuth, M., (2011), les OPR qui correspondent à des offres de fermeture sont marqués par trois originalités, à savoir :

- La présence d'un actionnaire majoritaire,
- Sa position dominante le permettant à réorienter la stratégie de l'entreprise,
- Et le souhait de sortie des minoritaires à leur initiative ou à l'initiative du majoritaire.

Ce mécanisme vise à concilier l'objectif de protéger les minoritaires des comportements du majoritaire avec la permission à celui-ci de disposer de la totalité des titres afin de gouverner l'entreprise conformément à sa stratégie. Nous tenons à préciser qu'au Maroc, aucune disposition juridique n'impose aux minoritaires visés par une offre publique de retrait (OPR) de céder leurs titres à l'actionnaire majoritaire. Contrairement à ce qui se passe en France et en

² N.B: le terme « retrait » désigne le retrait des actionnaires du capital de la société et non pas la radiation des titres de la société de la cote.

Espagne, où une procédure de retrait obligatoire, connue sous le nom de "*Squeeze Out*", permet de contraindre les minoritaires à vendre leurs actions

1.1.5. Les offres publiques de vente

L'offre publique de vente est la procédure qui permet à l'initiateur, de faire connaître publiquement qu'elle se propose de vendre des titres qu'il détient dans une société cotée. C'est une opération lors de laquelle un actionnaire s'engage à céder une quantité déterminée de titres, à un prix fixé à l'avance.

L'offre publique de vente permet, aux sociétés cotées entre autres, d'accroître le pourcentage du flottant du capital en vue d'améliorer la liquidité de leurs titres sur le marché boursier ainsi qu'à l'actionnaire majoritaire de disposer de fonds pour financer les projets à venir. La dernière opération d'OPV en octobre 2024, a permis au Crédit Du Maroc (CDM), de céder sur le marché financier marocain plus d'un million deux cents mille actions pour un volume dépassant un milliard de Dirhams, permettant ainsi d'améliorer le facteur flottant de la société de 10.6% à 21.84%.

L'OPV est également un mécanisme de privatisation permettant le transfert d'entreprises publiques cotées au secteur privé. C'est dans ce cadre que l'Etat marocain a initié en 2019 une opération d'OPV portant sur une part de 8% du capital et des droits de vote d'ITISSALAT AL-MAGHRIB. Le montant de cette opération s'élève à plus de 2 milliards de dirhams, pour un volume de 17 581 900 actions

Notons que dans certains pays, l'OPV ne relève pas du régime des offres publiques mais fait partie du dispositif de l'appel public à l'épargne (APE). Au Maroc, les deux mécanismes représentent une réalité juridique relevant de deux régimes distincts. A la différence d'un appel public à l'épargne (APE) classique, l'OPV qui reste une pratique très peu répandue doit suivre un formalisme spécifique et singulier sur certains aspects (délais, droit de regard de l'administration, possibilité de lancement d'une offre concurrente ou d'une surenchère, etc.).

1.2. Les caractéristiques des offres publiques

Dans le cadre de la typologie mentionnée précédemment, il est également pertinent d'effectuer une autre segmentation des offres publiques, essentielle pour comprendre leur fonctionnement. Cette distinction repose sur le caractère volontaire ou obligatoire des offres.

1.2.1. Le caractère volontaire ou obligatoire

Le caractère volontaire ou obligatoire dépend de l'initiateur qui se voit dans certains cas motivés par des raisons d'ordre stratégiques, économiques ou financières d'initier une OP, et dans d'autres cas contraint par des dispositions juridiques et réglementaires de lancer une OP.

1.2.1.1. Offres publiques obligatoires

Le caractère d'obligation s'applique à l'initiateur (actionnaire) lorsqu'il est imposé de lancer impérativement une offre publique pour acquérir les titres détenus par les actionnaires minoritaires. De manière à ce que ces derniers disposent de la possibilité de céder leurs titres s'ils le souhaitent, en raison de la survenance d'un fait générateur prévu par la loi. Le fondement de cette obligation est de défendre légitimement les intérêts des minoritaires en leur assurant la fluidité du retrait (Thomas, P., & Demuth, M., 2011). Dans ce cadre, les dispositions juridiques et réglementaires prévoient plusieurs situations génératrices d'une OP obligatoire au Maroc : L'OPA est obligatoire suite au franchissement à la hausse du seuil de 40 % des droits de vote d'une société dont les titres sont inscrits à la cote de la Bourse des valeurs. Meghouar, H. (2016), précise que les seuils de contrôle qui déclenchent une offre obligatoire diffèrent d'un État à l'autre. Le seuil est fixé à 30 % en Grande-Bretagne, 50 % en Allemagne, tandis que la France qui détient une position médiane, a retenu dans sa législation la fraction d'un tiers du capital ou des droits de vote. Cette obligation s'applique aux personnes physiques ou morales, agissant seules ou de concert, que l'acquisition soit directe ou indirecte.

L'OPR est obligatoire dans trois situations :

- Lorsque le pourcentage de 95 % des droits de vote d'une société cotée en bourse se concentre dans les mains d'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, directement ou indirectement ;
- Préalablement à la radiation de la société de la cote pour quelque cause que ce soit (art. 20 bis de la loi n° 26-03) ;
- Imposée par le régulateur du marché (AMMC) , suite à la demande d'un groupe de minoritaires, si le groupe majoritaire détenant 66 % des droits de vote de la société cotée de la Bourse des valeurs, convoque une assemblée générale extraordinaire en vue d'approuver des résolutions importantes (modification des statuts, fusion-absorption, cession ou apport d'une partie ou de la totalité des actifs de la société concernée à une autre société; suppression pluriannuelle du droit aux dividendes ou transformation de la SA en SCA.) (art. 21 de la loi n° 26-03) ;

Il est à noter que l'AMMC peut accorder une dérogation à l'obligation de dépôt d'OP si certains critères sont remplis, notamment si cela ne remet pas en cause le contrôle de la société concernée en cas d'OPA ou également en cas de liquidation judiciaire d'une société pour l'OPR. A titre d'illustration, le CDVM (AMMC) a dispensé le consortium Parenin-Poulina (nouvel actionnaire majoritaire de la société « Ennakl Automobiles »), de l'obligation de procéder à une

offre publique, considérant notamment que l'opération ne porte pas atteinte aux intérêts des détenteurs des actions Ennakl suite à la cession de la participation de l'Etat à un investisseur stratégique capable de gérer et de développer la société.³

1.2.1.2. Offres publiques volontaires

Une offre publique est qualifiée de volontaire lorsqu'elle est déclarée par l'initiateur à sa propre initiative et motivée par des critères stratégiques et financiers, fruits de la propre volonté de l'initiateur. Les objectifs peuvent correspondre au souhait de prendre le contrôle d'améliorer la liquidité du titre, de fermer le capital ou d'assurer une sortie ordonnée du capital de l'émetteur visé.

1.2.2. Le caractère amical et hostile

Le caractère amical ou hostile dépend à la fois de la volonté des deux antagonistes, (initiateur et cible).

1.2.2.1. L'offre publique amicale

On utilise le terme offre publique amicale (ou « sollicitée » ou « négociée ») lorsque l'initiateur de l'offre s'est entendu au préalable avec les dirigeants de la société cible sur les modalités de son projet d'acquisition de la société (notamment sur le prix et le nombre de titres proposés aux actionnaires de la société cible). A la suite de l'entente, les dirigeants et les membres du conseil d'administration conseillent aux actionnaires de répondre positivement à l'offre.

La majorité des travaux de recherche consacrés aux OP dont ceux de Bessière (1997) et Aussilloux & Bessière, V. (1998), s'accordent sur le fait qu'un prix d'équilibre qui garantit le succès de l'opération doit provoquer l'adhésion des actionnaires de la société cible, éventuellement dissuader les surenchères, tout en étant le moins coûteux possible pour l'acquéreur.

1.2.2.2. L'offre publique hostile

Dans le cas contraire, on emploie le terme d'offre publique hostile (ou « non sollicitée ») : il n'existe alors pas d'accord entre l'initiateur de l'offre et les dirigeants de la société cible. Thomas, P., & Demuth, M., (2011) notent que l'approche hostile n'est pas le premier choix pour les acquéreurs en raison des risques associés, (échec de l'opération, départ des compétences, défense de la cible...etc.). Toutefois, le refus de la cible d'entrer en discussion

³ La société Ennakl Automobiles, société de droit tunisien, a fait l'objet d'une double cotation sur la place de Tunis (30% du capital) et de Casablanca (10% du capital) le 13 juillet 2010. Suite aux événements exceptionnels qu'a connus la Tunisie, 60% du capital de la société Ennakl Automobiles, a été confisqué par l'Etat tunisien. En date du 20 novembre 2012, l'Etat tunisien, après avoir organisé un appel d'offres pour la cession des titres confisqués, a attribué le marché au consortium Parenin-Poulina.

ou l'échec de la négociation avec les acquéreurs ainsi que d'autres raisons peuvent amener ceux-ci à l'hostilité.

Pour se protéger contre une tentative d'OPA hostile, une société peut mettre en place certaines mesures préventives. Elle peut, par exemple, attribuer des actions gratuites à ses actionnaires salariés en fonction de leur ancienneté pour les fidéliser et constituer ainsi un noyau dur d'actionnaires. Elle peut aussi s'allier avec une autre société grâce à des participations croisées (détention réciproque d'une participation dans le capital l'une de l'autre).

2. Soubassement théorique

Les offres publiques représentent un cadre de réflexion théorique à plusieurs niveaux. Elles sont principalement liées aux décisions de financement et d'investissement, ainsi qu'aux relations entre les acteurs impliqués dans ces choix. Ces opérations sont analysées à travers le prisme de la théorie de l'agence et ses développements, notamment la théorie du free cash-flow de Jensen, la théorie du signal et la théorie des coûts de transaction.

2.1. La théorie de l'agence

La théorie de l'agence, formulée par Jensen et Meckling (1976), met en évidence le conflit d'intérêts entre les actionnaires (le principal) et les dirigeants (l'agent). Ce conflit résulte d'une divergence d'objectifs : les actionnaires cherchent à maximiser la valeur de l'entreprise, tandis que les dirigeants peuvent être tentés de privilégier leurs propres intérêts, notamment en maximisant leur rémunération ou en réduisant leurs efforts. Ce phénomène est particulièrement visible dans les opérations d'offres publiques qui peuvent être analysées à travers plusieurs perspectives de la théorie de l'agence.

D'une part, les offres publiques peuvent être perçues comme une solution aux problèmes d'agence. En permettant le remplacement des dirigeants par une équipe plus performante, elles réduisent les comportements opportunistes et incitent les managers à mieux gérer l'entreprise sous la menace d'une prise de contrôle. D'autre part, elles peuvent aussi être la manifestation d'un problème d'agence, notamment lorsque les dirigeants initient des OPA pour accroître la taille de l'entreprise dans un objectif personnel (managérialisme) ou lorsqu'ils font preuve d'un excès de confiance en surestimant la valeur d'une cible (hypothèse d'hubris de Roll, 1986).

Les offres publiques peuvent être interprétées comme un mécanisme de régulation du conflit actionnaires-dirigeants, mais aussi comme une conséquence des comportements opportunistes des dirigeants. Leur impact dépend donc du contexte dans lequel elles sont initiées et des motivations des acteurs impliqués.

2.2. La théorie du free cash-flow

La théorie du free cash-flow (FCF) de Jensen (1986) prolonge la théorie de l'agence en mettant en lumière le risque d'une mauvaise allocation des ressources par les dirigeants. Le free cash-flow représente l'excédent de liquidités après financement des projets rentables. Pour maximiser la valeur pour les actionnaires, ces liquidités devraient leur être redistribuées. Cependant, les dirigeants peuvent chercher à conserver ces fonds pour accroître leur pouvoir et éviter la dépendance aux marchés financiers, ce qui peut les conduire à investir dans des projets non rentables ou à augmenter la taille de l'entreprise au-delà du niveau optimal.

Dans ce contexte, les offres publiques amicales deviennent un outil stratégique permettant aux dirigeants d'étendre leur influence et de sécuriser leur emploi, au détriment de la création de valeur pour les actionnaires. Jensen (1988, 1990) souligne le rôle disciplinaire de la dette : en obligeant l'entreprise à effectuer des paiements d'intérêts réguliers, elle limite la capacité des dirigeants à détourner les FCF vers des investissements inefficaces. En outre, Ross (1977) précise que le niveau d'endettement est révélateur de la qualité de l'investissement de l'entreprise notamment en situation d'asymétrie d'information entre les deux parties. Par ailleurs, les LBO (Leverage Buyouts) apparaissent comme une solution efficace pour réduire les conflits d'agence en renforçant le contrôle sur l'utilisation du cash-flow.

2.3. La Théorie des Coûts de Transaction

La théorie des coûts de transaction, développée par Coase (1937, 1960) et approfondie par Williamson (1981), explique le choix des entreprises entre l'internalisation d'une activité et son externalisation. Ce choix repose sur un arbitrage entre les coûts d'organisation interne et les coûts de transaction liée aux échanges avec des tiers. Ces derniers incluent les coûts de négociation, de rédaction des contrats, ainsi que les coûts liés aux comportements opportunistes des partenaires.

Les opérations de fusions & acquisitions verticales s'inscrivent dans cette logique en permettant aux entreprises de réduire ces coûts de transaction. L'intégration verticale (prise de contrôle des fournisseurs ou des réseaux de distribution) devient une stratégie efficace lorsque la transaction porte sur des actifs spécifiques, car elle limite les risques d'opportunisme et améliore l'efficacité des échanges. Toutefois, lorsque l'intensité des transactions est faible, l'internalisation perd son intérêt malgré la présence d'actifs spécifiques.

Dans un contexte international, les différences culturelles et le manque de confiance entre les acteurs augmentent les coûts de transaction, ce qui peut renforcer la pertinence des F&A

verticales. Ainsi, la théorie des coûts de transaction justifie ces opérations comme un moyen d'optimiser l'organisation des entreprises et d'améliorer leur compétitivité.

À ces fondements s'ajoutent d'autres approches complémentaires qui enrichissent l'analyse. La théorie du signal (Ross, 1977 ; Myers & Majluf, 1984) considère que les offres publiques véhiculent une information implicite sur la valorisation de l'entreprise : une OPA hostile peut signaler une sous-évaluation de la cible, tandis qu'une OPR peut refléter une perception de surévaluation par les actionnaires majoritaires. La théorie des droits de propriété (Manne, 1965) conçoit les OPA comme un mécanisme de discipline du marché, où les entreprises inefficacement gérées peuvent devenir des cibles, incitant les dirigeants à aligner leur comportement sur l'intérêt des actionnaires. La théorie de l'asymétrie d'information (Akerlof, 1970) met en lumière les déséquilibres informationnels entre initiés et actionnaires minoritaires, qui peuvent être exploités à travers des offres publiques sous-évaluées, en particulier dans les opérations de retrait. Enfin, la théorie du marché efficient (Fama, 1970) postule que les prix de marché intègrent toute l'information disponible, ce qui conditionne le succès d'une offre à la capacité des investisseurs à interpréter correctement la valeur fondamentale des titres, bien que des anomalies de marché puissent parfois perturber les effets.

3. Méthodologie et source de données

3.1. L'approche de l'étude

Nous adoptons dans cette étude une approche quantitative visant à analyser la pratique des offres publiques sur le marché boursier marocain. La démarche retenue descriptive et analytique repose sur le recensement et l'exploitation de données factuelles afin de dresser un bilan à l'issue de deux décennies sur l'entrée en vigueur de la loi 26-03 relative aux offres publiques sur le marché financier.

L'objectif est d'évaluer l'ampleur et les caractéristiques de cette pratique en fonction de plusieurs critères structurels et financiers. Nous explorerons divers secteurs économiques ayant participé à ces opérations, en identifiant les émetteurs les plus actifs, les types d'opérations (qu'elles soient des OPA, des OPV ou des OPR), ainsi que les faits générateurs. L'étude se concentre également sur la nature des opérations, les primes octroyées aux actionnaires ciblés de ces offres ainsi que le taux de leur participation.

3.2. Source des Données

Notre étude porte sur les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca ayant réalisé au moins une opération d'offre publique entre 2004 et 2023. Ce choix est justifié par le champ d'application des offres publiques qui se limite au marché boursier. Pour recenser ces opérations, nous avons

exploité les communiqués de presse publiés par les sociétés concernées ainsi que les notes d'information disponibles sur le site de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). Nous avons également consulté le site de la Bourse de Casablanca afin de structurer les émetteurs par secteur d'activité.

Les notes d'information nous ont permis d'identifier le type d'opération, la nature de l'offre, le fait générateur ainsi que la prime offerte aux actionnaires cibles. Les communiqués relatifs aux résultats des offres ont été analysés pour relever le taux de réponse des actionnaires.

Cette collecte de données est réalisée de manière individuelle, en raison de l'absence d'une base de données centralisant ces informations au Maroc.

Par la suite, nous avons exclu de l'échantillon les offres publiques de vente réservées aux salariés, dans la mesure où elles relèvent de l'actionnariat salarié et présentent des caractéristiques spécifiques.

À l'issue de ce processus, nous avons recensé 46 opérations d'offres publiques déclarées entre 2004 et 2023 sur le marché boursier marocain.

4. Résultats

4.1. Vue globale sur les offres publiques au Maroc

Il est évident que le phénomène des offres publiques au Maroc est très récent vu le nombre faible des opérations recensées sur un intervalle de 20 ans. La non-orientation de l'économie marocaine vers le marché boursier, le faible nombre de sociétés cotées en bourse, et l'absence d'appétit au risque sont derrière cette faible activité. Entre 2004 et 2023, le marché boursier marocain a enregistré 46 opérations sur l'ensemble de la période avec une moyenne de 2.2 opérations par an. La répartition est relativement équilibrée entre les trois périodes (18, 16, 12), avec une tendance baissière après 2010, ce qui peut refléter un ralentissement des opérations de restructuration et de consolidation dans certains secteurs.

Tableau N°1 : Statistiques des offres publiques par secteur au Maroc de 2004 à 2023

Secteurs des émetteurs	2004-2010	2011-2017	2018-2023	Total général
Agroalimentaire et Production	1	6	1	8
BTP et Matériaux de Construction	1	2	0	3
Chimie	0	1	0	1
Emballage et Distributions	4	2	1	7

Equipements Electroniques et Electriques	0	0	1	1
Financier	9	3	4	16
Immobilier	0	1	0	1
Industrie pharmaceutique	0	1	0	1
Matériels, Logiciels et Services Informatiques	1	0	1	2
Services aux collectivités	0	0	2	2
Société de portefeuille/holdings	2	0	0	2
Télécommunications	0	0	1	1
Transport	0	0	1	1
Total général	18	16	12	46

Source : Par les auteurs, d'après les données collectées.

La diversité sectorielle des sociétés qui réalisent des offres publiques observée dans le tableau ne se traduit pas avec une répartition équilibrée; le secteur financier qui regroupe les banques, les assurances et les sociétés de financement est le plus actif en nombre d'opérations (35%) notamment en raison des restructurations menées au sein des holdings ONA/SNI, suivi du secteur de l'agroalimentaire (17.4%) et l'emballage/distribution (15.2%), tandis que les autres secteurs enregistrent une fréquence faible d'opérations.

4.2. Typologie au Maroc entre 2004-2023

Les offres publiques obligatoires sont significativement présentes, représentant 83% du total des opérations. Elles ont pour motif le changement de l'actionnaire majoritaire et la concentration excessive des droits de vote dans les mains d'un actionnaire de référence seul ou avec les personnes agissant de concert avec lui. Les offres volontaires restent minoritaires, avec 8 opérations (17%), indiquant un recours limité aux offres publiques à l'initiative des actionnaires majoritaires ou des investisseurs stratégiques

Tableau N°2 : Statistiques des offres publiques par type au Maroc de 2004 à 2023

Type d'opération	Obligatoire	Volontaire	Total général
OPA	21	1	22 (48%)
OPE	0	1	1 (2%)
OPR	17	4	21 (46%)
OPV	0	2	2 (4%)
Total général	38 (83%)	8 (17%)	46 (100%)

Source : Par les auteurs, d'après les données collectées.

Nous remarquons également que ces opérations sont dominées par les OPA et les OPR représentant respectivement 48% et 46% tandis que les OPV et les OPE ne représentent que des taux marginaux de 4% et 2 %. Ces dernières sont opérées toujours de manière volontaire.

4.3. Taux de réponse des actionnaires cibles par type d'opération au Maroc entre 2004-2023

Le taux de réponse des actionnaires cibles aux offres publiques met en évidence le niveau d'acceptation des actionnaires minoritaires de céder leurs titres à l'actionnaire majoritaire. Ce taux dépend de plusieurs variables qui influencent la décision des minoritaires telles que les primes qui leur sont offertes, la volonté d'accompagner le nouvel actionnaire de référence, la projection future du cours de la société cible...etc.

Dans le tableau 3 ci-dessous, nous remarquons qu'il y a des disparités significatives selon le type d'opération. Globalement, le taux moyen de réponse s'établit à 41,31 %, avec des écarts marqués entre les différentes catégories d'offres.

Tableau N°3 : Statistiques des taux de réponse des actionnaires cibles au Maroc de 2004 à 2023

Type d'opération	Moyenne	Min	Max
OPA	17,75%	0,00%	94,04%
OPE	98,78%	98,78%	98,78%
OPR	58,16%	2,64%	99,66%
OPV	94,73%	89,45%	100,00%
Total général	41,31%	0,00%	100,00%

Source : Par les auteurs, d'après les données collectées.

Les OPA affichent un taux moyen relativement faible de 17,75 %, avec une amplitude allant de 0 % à 94,04 %, ce qui traduit une réticence des actionnaires à céder leurs titres, en raison notamment d'offres jugées peu attractives et d'une volonté de maintenir leur position dans la société cible. À l'inverse, les OPE présentent un taux de réponse élevé de 98,78 %, témoignant d'une acceptation quasi systématique des actionnaires en raison des négociations ex-antes, généralement structurées avec des conditions avantageuses d'échange de titres.

Les OPR enregistrent un taux moyen de 58,16 %, avec des écarts notables entre 2,64 % et 99,66 %, reflétant une adhésion variable des actionnaires minoritaires à l'opération de retrait. Cette fluctuation peut être expliquée par la prime offerte dans le cadre de ces opérations et la volonté de certains actionnaires d'accompagner la société même après sa radiation. Enfin, les OPV se distinguent par un taux moyen élevé de 94,73 %, oscillant entre 89,45 % et 100 %, ce qui témoigne d'un fort engouement des investisseurs pour ces opérations visant l'élargissement de l'actionnariat.

4.4. Les primes offertes aux actionnaires cibles

Ces primes désignent la décote/surcote offertes aux actionnaires cibles pour les convaincre de participer à l'opération de l'offre publique et sont généralement en fonction du type d'opération et de la position de l'émetteur dans le marché.

En moyenne, la prime globale s'établit à 12,92 %, avec des valeurs allant de -26,56 % à 80,10 %, ce qui illustre une forte hétérogénéité dans les conditions proposées aux actionnaires.

Tableau N°4 : Statistiques des primes offertes aux actionnaires cibles au Maroc de 2004 à 2023

Type d'opération	Moyenne	Min	Max
OPA	10,35%	-16,00%	58,00%
OPR	15,85%	-26,56%	80,10%
OPV	11,50%	10,00%	13,00%
OPE	11,10%	11,10%	11,10%
Total général	12,92%	-26,56%	80,10%

Source : Par les auteurs, d'après les données collectées.

Les OPA affichent une prime moyenne de 10,35 %, avec des variations importantes entre (-) 16,00 % et 58,00 %, suggérant que certaines offres ont pu être perçues comme défavorables par les actionnaires, notamment lorsque la prime était négative. De leur côté, les OPR proposent une prime moyenne plus élevée de 15,85 %, avec une amplitude encore plus marquée, allant de -26,56 % à 80,10 %. Cette variabilité traduit des stratégies différentes selon les initiateurs. Certains offrent des incitations attractives pour convaincre les minoritaires, tandis que d'autres ont pu imposer des conditions moins favorables.

Les OPV et les OPE présentent des primes plus homogènes. Les OPV offrent en moyenne une prime de 11,50 %, avec une variation limitée entre 10,00 % et 13,00 %, ce qui reflète des valorisations relativement stables et cohérentes avec les objectifs de ces opérations. De même, les OPE affichent une prime unique de 11,10 %, sans variation, du fait qu'il s'agit exclusivement d'une seule opération.

4.5. Les motifs des offres publiques

L'analyse des raisons ayant conduit au lancement des offres publiques au Maroc entre 2004 et 2023 révèle des différences marquées selon le type d'opération. Chacune des 46 opérations qu'elle soit obligatoire ou volontaire est motivée par un fait générateur spécifique, reflétant les dynamiques de restructuration et de régulation du marché.

Tableau N° 5 : les motifs des offres publiques par type d'opération

Fait générateur	OPA	OPE	OPR	OPV	Total général
Cession du contrôle				1	1
Franchissement du seuil de 40%	21				21
Franchissement du seuil de 95%			5		5
Prise de contrôle	1	1			2
Privatisation				1	1
Radiation			16		16
Total général	22	1	21	2	46

Source : Par les auteurs, d'après les données collectées.

Les OPA sont principalement motivées par le franchissement du seuil de 40 %, avec 21 opérations sur les 22 recensées. Cette tendance est la traduction du cadre réglementaire

permettant aux minoritaires de céder leurs titres dans des conditions équitables en cas de changement de l'actionnaire majoritaire.

Les OPR, quant à elles, sont majoritairement justifiées par la radiation de la société de la cote, avec 16 opérations sur les 21 enregistrées. Cette tendance souligne l'importance des OPR comme outil de sortie des marchés boursiers pour les entreprises qui ne souhaitent plus être cotées. Cinq OPR ont été déclenchées par le franchissement du seuil de 95 %, confirmant la pratique selon laquelle un actionnaire détenant une part prépondérante du capital doit offrir aux minoritaires la possibilité de vendre leurs actions avant un retrait définitif.

Les OPE et les OPV sont peu fréquentes sur la période étudiée, avec seulement une opération d'OPE motivée par une prise de contrôle et deux OPV initiées respectivement pour la cession du contrôle et la privatisation. Ces chiffres traduisent un recours limité à ces mécanismes dans le marché marocain, où les opérations de restructuration et de sortie de la cote semblent être des moteurs plus dominants des offres publiques.

4.6. Les taux de réponse et les primes offertes par motif

L'analyse croisée des taux de réponse et des primes offertes par motif permet de comprendre l'attractivité des offres publiques et les déterminants du taux de réponse des actionnaires visés. Cette analyse est utile pour savoir s'il y a une corrélation entre les primes offertes et le degré de participation des actionnaires minoritaires.

Le tableau 6 ci-dessous met en évidence des variations significatives selon le fait générateur de l'OP. Globalement, le taux moyen de réponse des actionnaires à ces opérations réalisées au Maroc entre 2004 et 2023 s'élève à 41 %, avec une fourchette allant de 0 % à 100 %, tandis que la prime moyenne offerte s'établit à 13 %, oscillant entre -27 % et 80 %.

Tableau N°6 : Statistiques des taux de réponse et des primes offertes par motif d'opération

Motifs d'opération	Moyenne de Taux de réponse	Moyenne de Prime
Cession sur le marché central/bloc	94,73%	11,50%
Changement de l'actionnaire majoritaire	21,28%	10,38%
Franchissement du seuil de 95%/Radiation	58,16%	15,85%
Total général	41,31% (-27% ; 80%)	12,92% (0 % ; 100%)

Source : Par les auteurs, d'après les données collectées.

Le tableau ci-dessus met en évidence des dynamiques contrastées selon les faits générateurs des opérations. D'une part, les cessions sur le marché central ou par blocs, généralement associées à des changements de contrôle formels et structurés, affichent un taux de réponse exceptionnellement élevé de 94,73 %, pour une prime moyenne de 11,50 %. Ce taux reflète une forte adhésion des actionnaires minoritaires, traduisant leur confiance dans la transparence du processus, la clarté du changement de contrôle et les perspectives de valorisation futures.

D'autre part, les opérations liées à un changement d'actionnaire majoritaire, souvent à travers le franchissement du seuil de 40 %, présentent un taux de réponse relativement faible de 21,28 %, bien que la prime moyenne est de (10,38 %). Ce résultat indique une réaction plus réservée des actionnaires, probablement liée à une incertitude sur les intentions du nouvel entrant ou à une attente stratégique vis-à-vis de l'évolution future de l'entreprise. Il se peut également que certains actionnaires préfèrent accompagner le nouvel actionnaire majoritaire, dans l'espoir d'une revalorisation du titre, ce qui limite leur inclination à répondre à l'offre.

Enfin, les opérations impliquant un franchissement du seuil de 95 % ou une radiation traduisent des logiques de retrait du marché. Elles présentent une prime moyenne plus élevée, à 15,85 %, ainsi qu'un taux de réponse de 58,16 %. Cette configuration montre que, face à une perspective de perte de liquidité ou d'un retrait forcé, les actionnaires minoritaires acceptent plus volontiers l'offre, même si celle-ci ne leur paraît pas bien valorisée. La prime plus élevée dans ce cas vise généralement à compenser la disparition du marché secondaire, mais le taux de réponse reste partiel, suggérant une certaine réticence à céder, notamment lorsque les actionnaires estiment que la valeur intrinsèque de l'entreprise dépasse le prix offert.

5. Discussion et Analyse

L'analyse des opérations d'offres publiques (OP) sur le marché boursier marocain révèle d'emblée que la pratique des OP existait déjà avant l'instauration de la réglementation spécifique (loi 26-03). Les données historiques, fondées sur un recoupement des annonces publiées, des rapports statistiques de la Bourse de Casablanca et des rapports annuels du CDVM (AMMC), indiquent qu'entre 1997 et 2003 environ dix opérations (OPA/E, OPV, OPR) ont été réalisées. Ce constat, bien que non exhaustif en raison du caractère non obligatoire de la publication à cette époque, suggère que les principes d'un marché transparent et d'un traitement égalitaire des actionnaires étaient déjà intégrés dans la pratique (Bousaouf, 2020).

L'année 2004 marque un tournant majeur avec l'introduction d'un cadre réglementaire explicite pour ces opérations. Cette réglementation a non seulement structuré le marché, mais a également permis une meilleure traçabilité des opérations. Cependant, il est notable qu'entre

2004 et 2023, la Bourse de Casablanca n'a enregistré que 46 opérations, un chiffre relativement faible si l'on le compare aux moyennes internationales – la France, par exemple, enregistre annuellement près de 37 opérations sur les deux dernières décennies (Observatoire des offres publiques, 2024). De même, les travaux de Maksimovic et al. (2013), attestent une forte participation des entreprises cotées dans les opérations de restructurations financières. Ce contraste soulève des questions quant à la maturité du marché marocain et aux spécificités sectorielles qui pourraient influencer la fréquence et la nature des OP.

L'analyse sectorielle met en exergue une répartition déséquilibrée des opérations. Le secteur financier, qui inclut les banques, les assurances et les sociétés de financement, représente 35 % des OP. Ce constat corrobore le résultat de Ibrahim, M. (2020) qui souligne que les opérations de F&A sont orientées beaucoup plus vers les secteurs bancaires et d'assurance avec une forte implication des grandes entreprises cotées. Cette représentation importante peut s'expliquer par les restructurations significatives intervenues au sein de grands groupes tels que les holdings ONA/SNI. Les secteurs de l'agroalimentaire (17,4%) et de l'emballage/distribution (15,2 %) viennent ensuite, tandis que d'autres secteurs restent faiblement représentés. Ce déséquilibre sectoriel peut indiquer des divergences dans les stratégies de développement, la structure du capital et la sensibilité aux évolutions réglementaires selon les industries.

Les types d'opérations observés témoignent d'une prédominance des OPA (48 %) et des OPR (46 %), tandis que les OPV et les OPE, réalisées de manière volontaire, restent marginales (4 % et 2 % respectivement). Ces chiffres mettent en lumière des pratiques de marché où la contrainte réglementaire joue un rôle majeur. En effet, les OPA sont souvent déclenchées par le franchissement de seuils réglementaires, notamment le seuil de 40 %, garantissant ainsi aux actionnaires minoritaires la possibilité de céder leurs titres dans des conditions équitables (Charlety-Lepers, 1990). De manière similaire, les OPR, souvent justifiées par des projets de radiation de la cote ou le franchissement du seuil de 95 %, constituent un mécanisme de sortie pour les entreprises qui souhaitent se désengager du marché boursier (Thomas & Demuth, 2011).

Les taux de réponse des actionnaires et les primes offertes constituent également des indicateurs essentiels de l'attractivité et de l'efficacité de ces opérations. Le taux moyen de réponse global est de 41,31 %, mais on note une disparité importante selon le motif de l'opération. L'analyse que nous avons menée montre que le niveau de prime n'est pas à lui seul un facteur déterminant du taux de réponse. Les facteurs contextuels tels que la nature du changement de contrôle, la perte anticipée de liquidité ou la crédibilité de l'opération jouent un rôle crucial dans la décision

des actionnaires minoritaires de participer ou non à une offre. Cette complexité renforce la nécessité d'adapter le montage des opérations et les niveaux de prime aux spécificités du fait générateur pour maximiser l'adhésion des actionnaires visés. Burkart et Panunzi (2006) soulignent que la structure de l'actionnariat de la société cible constitue un facteur déterminant dans l'explication du niveau de la prime offerte, plus l'actionnariat est dispersé, plus la prime proposée doit être importante.

Conclusion

A la lumière de ce qui précède, le marché boursier marocain et la configuration du capital des sociétés cotées dominé par le caractère familial et quasi corporatiste ne permet pas à un opérateur qu'il soit local ou étranger de prendre le contrôle d'une société cotée, sans négocier son entrée dans le capital. Ce qui exclut toute tentative de prise de contrôle hostile (BENZEKRI, A. 2011). Tout au long de cette étude, nous avons analysé l'évolution des OP au Maroc, marquée par une pratique pré-réglementaire suivie d'une mise en cadre législatif strict, offrant un terrain d'analyse riche pour comprendre les interactions entre régulation, stratégie d'entreprise et comportement des investisseurs sur les marchés émergents. En nous appuyant sur une démarche descriptive et analytique, cet article propose une analyse quantitative des tendances des offres publiques sur le marché financier marocain après 20 ans de pratique dans le cadre d'une réglementation juridique précise.

Les résultats permettent de constater une répartition déséquilibrée des opérations avec une présence significative du secteur financier qui représente 35 % des OP. Les types d'opérations observés témoignent d'une prédominance des OPA (48 %) et des OPR (46 %), tandis que les OPV et les OPE, réalisées de manière volontaire, restent marginales. Les taux de réponse des actionnaires et les primes offertes constituent également des indicateurs essentiels de l'attractivité et de l'efficacité de ces opérations. Le taux moyen de réponse global est de 41,31%, mais on note une disparité importante selon le fait générateur.

Les résultats s'inscrivent dans le cadre de la théorie de l'agence, qui propose une double lecture des offres publiques : comme mécanisme disciplinaire ou comme expression d'un comportement opportuniste. Le faible taux de réponse aux OPA malgré des primes d'acquisition significatives, peut s'expliquer par une perception favorable de la gouvernance apportée par le nouvel actionnaire majoritaire. En effet, les actionnaires peuvent estimer que l'arrivée de ce dernier renforce les perspectives de croissance de l'entreprise, ce qui les incite à conserver leurs titres plutôt qu'à répondre à l'offre. Par ailleurs, la faible fréquence des OPE reflète la prudence stratégique des dirigeants, qui cherchent à éviter l'envoi de signaux négatifs

au marché, conformément à la théorie du signal selon laquelle le paiement en titre est synonyme de surévaluation. À l'inverse l'usage fréquent des OPR comme outil de retrait de la cote semblent suggérer, une volonté des dirigeants de se soustraire à la pression du marché, ce qui relèverait d'une stratégie d'évitement plutôt que de maximisation de valeur.

En résumé, si certaines opérations s'inscrivent dans une logique d'optimisation des ressources ou de réduction des coûts de transaction, d'autres semblent davantage motivées par des dynamiques internes aux groupes, renforçant ainsi la pertinence d'une lecture croisée à partir des théories de l'agence, du free cash-flow et des coûts de transaction.

Enfin, ces constats ouvrent la voie à plusieurs pistes de réflexion pour de futures recherches. D'une part, la faible fréquence des OP par rapport aux standards internationaux pourrait être explorée en relation avec la structure du marché marocain, les spécificités de la gouvernance d'entreprise et la dynamique concurrentielle (Briciu & Nivoix, 2009). D'autre part, l'impact des primes sur les taux de réponse suggère une relation complexe entre l'attractivité des offres et la psychologie des investisseurs, un sujet qui a déjà été abordé dans diverses études comparatives sur les fusions-acquisitions (Eynaoui, 1991).

BIBLIOGRAPHIE

Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>

Aslanoff, A. (2013). *La perception de la performance des fusions et acquisitions dans le secteur bancaire* [Thèse de doctorat, Université Nice Sophia Antipolis]. HAL Archives ouvertes.

Aussilloux, V., & Bessière, V. (1998). Offres publiques d'achat : Dissuasion ou prix minimal, offre hostile ou négociée. *Revue économique*, 49(3), 777–784. <https://doi.org/10.3406/reco.1998.410009>

Benzecri, A. (2011). Les offres publiques d'acquisition en droit marocain. *Revue Marocaine d'Administration Locale et de Développement (REMALD)*, (101), novembre–décembre.

Bessière, V. (1997). *Les déterminants du prix d'offre publique : Approche théorique fondée sur les jeux de signaux, une analyse empirique sur le marché français* [Thèse de doctorat, Université Montpellier I].

Boukari, B. (2021). L'impact du délit d'initié sur le marché financier. *Revue d'Études et de Recherches Juridiques*, 8.

Bousaouf, M. (2020). L'articulation des interventions de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux et du Conseil de la concurrence pour une régulation sectorielle efficace. *Revue Internationale du Chercheur*, 1(4), 861–874.

- Briciu, L., & Nivoix, S.** (2009). Les déterminants du mode de paiement lors des fusions et acquisitions. *La Revue du Financier*.
- Burkart, M., & Panunzi, F.** (2006). *Takeovers* (ECGI Finance Working Paper No. 118/2006). European Corporate Governance Institute. <https://ecgi.global/working-paper/takeovers>
- Charlety-Lepers, P.** (1990). Les offres publiques d'achat et d'échange : Une synthèse de la littérature. *Revue économique*, 41(5), 869–893.
- Coase, R.** (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4, 386–405.
- Eynaudi, C.** (1991). Les offres publiques d'achat et d'échange sur le marché financier français : Étude de cas et essai d'interprétation. *Revue d'économie industrielle*, 58(1), 86–106.
- Fama, E. F.** (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Ibrahimi, M., & Liassini, J. E.** (2020). Caractéristiques des fusions et acquisitions au Maroc : 29 ans d'histoire. *Finance & Finance Internationale*, (19), juillet. <http://revues.imist.ma/?journal=FFI>
- Jensen, M. C., & Meckling, H. W.** (1976). Theory of firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Legros, G.** (2023). *Ingénierie financière : Fusions, acquisitions et autres restructurations des capitaux*. Dunod.
- Long, Y.** (2024). Analysis and prospect of the protection mechanism of minority shareholders. *Modern Economics & Management Forum*, 5(3), 539. <https://doi.org/10.32629/memf.v5i3.2381>
- Manne, H. G.** (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, 73(2), 110–120. <https://doi.org/10.1086/259000>
- Martinez, I., & Serve, S.** (2011). Gestion des résultats et retraits volontaires de la cote : Le cas des OPRO en France. *Comptabilité Contrôle Audit*, 17(1), 7–35.
- Maksimovic, V., Phillips, G., & Yang, L.** (2013). Private and public merger waves. *The Journal of Finance*, 68(5), 2177–2217. <https://doi.org/10.1111/jofi.12055>
- Meghouar, H.** (2016). *La prise de contrôle d'entreprises : Entreprises cibles et probabilités d'acquisition*. ISTE Editions Ltd.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S.** (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Observatoire des offres publiques.** (2025). *16e édition, janvier 2025*.

Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197–216.

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (1990). *Corporate Finance*. Irwin.

Thomas, P., & Demuth, M. (2011). *Les offres publiques*. RB Édition.

Williamson, O. E. (1981). The economics of organization: The transaction cost approach. *The American Journal of Sociology*, 87(3), 548–577.

Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. The Free Press.

Textes Juridiques :

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

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

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

Dahir N° 1-04-21 du 1er Rabii I 1425 (21 avril 2004) portant promulgation de la loi n° 26-03 relative aux Offres publiques sur le marché boursier.