



**ATELIER SUR LE PROGRAMME NATIONAL DE REFORME DE
L'INVESTISSEMENT POUR LE ROYAUME DU MAROC**

23-24 NOVEMBRE 2006

**SEANCE IV : AMÉLIORATION DE LA CAPACITÉ DU SECTEUR CAPITAL-
RISQUE**

DOCUMENT DE TRAVAIL

Ce document est une note d'information pour la séance IV de l'atelier concernant le Programme National de l'Investissement au Royaume du Maroc qui a lieu les 23 et 24 novembre 2006. Il fait suite à l'étude menée par le Ministère des Finances et de la Privatisation qui est arrivé à la conclusion que stimuler le capital-risque reste une priorité. Il résume les constatations effectuées par une équipe du Programme sur l'investissement des régions MENA-OCDE lors d'une mission effectuée en octobre 2006.

Ce document souligne les tendances et défis actuels et propose des orientations et des projets pour l'avenir destinés à renforcer le secteur du capital-risque. Il soulève également la question concernant la façon de rendre l'utilisation du capital-risque plus efficace pour le financement des PME locales, qui composent un axe clé de l'économie marocaine. Cette note se base sur les connaissances existantes du Programme à ce sujet, à l'issue de l'atelier tenu en Jordanie en juin 2006 et qui incluait un panel abordant le même sujet.

Contact: Mme. Alissa Koldertsova (alissa.koldertsova@oecd.org, +33 1 45 24 83 05).

I. Capital-risque et capital-investissement

1. Le terme “capital-risque” (CR) est utilisé pour faire référence au processus d’investissement de portefeuille dans les PME. En réalité, le capital-risque est seulement une partie du large processus de financement d’une entreprise et n’est significatif que durant les dernières étapes de celui-ci. Le capital-risque peut ainsi être défini plus précisément comme une forme de capital-investissement, représentant une technique plus structurée pour fournir du capital aux entreprises émergentes à croissance élevée. Le « capital-risque » est étroitement lié au concept de « capital-investissement » (CI), qui consiste à investir dans des sociétés non inscrites sur un marché boursier public. Il existe une grande similitude entre le capital-risque et les autres formes de capital-investissement, et de nombreuses sociétés de capital-investissement s’engagent dans les deux types de financement.

2. En plus du capital-risque, d’autres formes de capital-investissement comprennent des opérations par lesquelles des entreprises matures sont remises sur pied, leur bilan restructuré, ou l’entreprise est divisées en différentes parties. Les transactions de capital-investissement se déroulent normalement dans le cadre d’une structure légale (comme les partenariats de capital-investissement que l’on trouve aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ou des structures similaires dans d’autres pays). Les sociétés de capital-investissement sont généralement organisées comme des sociétés en commandite dans laquelle les associés commanditaires ou commandités fournissent certaines compétences alors que le bailleur de fonds ou associé passif réalise un investissement financier, faisant généralement partie d’un portefeuille diversifié. Des similitudes existent au niveau de la structure actionnariale dans la mesure où les deux utilisent la forme de société en commandite, agissent en tant qu’observateurs extrêmement attentifs à la gestion, et cherchent à rendre la valeur de l’entreprise significative.

3. La différence principale entre le capital-investissement et le capital-risque est que ce dernier s’adresse aux nouvelles entreprises qui passent par plusieurs étapes avant la sortie finale, alors que le capital-investissement s’adresse à un éventail d’entreprises plus large, le plus souvent à des entreprises matures ayant des perspectives de restructuration. La transaction de capital-investissement a tendance à intervenir dans moins d’étapes de financement et à cibler davantage le financement de dettes que ne le fait le capital-risque. Au Maroc, le capital-risque dans son sens le plus strict constitue une petite fraction de transactions de capital-investissement.

II. Vue d’ensemble des activités et tendances ¹

Une croissance de l’activité...

4. Le développement de l’industrie marocaine du capital-risque a franchi, généralement parlant, trois phases: 1) La première phase de 1990 à 1999 est caractérisée par un faible taux de pénétration; 2) la deuxième phase de 2000 à 2006 a connu une nette augmentation du volume de l’investissement; 3) la troisième phase qui débute en 2003 est caractérisée par des fonds de seconde génération.² La première

¹ Pour une vue d’ensemble et une synthèse de l’activité de capital-risque dans la région MENA, veuillez vous référer MENA-OECD Policy Brief “Venture Capital Development in MENA Countries – Taking Advantage of the Current Opportunity”.

² Présentation de l’AMIC, octobre 2006.

phase a débuté dans les années 90 et déjà en 2000 les fonds levés par le CI ont presque triplé.³ La deuxième phase a également connu une nette augmentation des transactions de CI, reflétant son importance grandissante dans la région. Par la suite, la croissance des fonds de CR a ralenti, passant de 20% pour la période de 1990 à 2002 à seulement 4% pour la période de 2001 à 2002. Lors de la troisième phase, le nombre et le volume des fonds continuent d'augmenter. Selon quelques estimations, 148 millions de dirhams ont été levés de 2000 à 2004, dont 70% ont été investis.⁴ L'activité croissante résulte de l'augmentation du nombre de sociétés de CI au Maroc, actuellement environ au nombre de 15 (voir partie III pour une liste complète). Parallèlement, le volume des fonds eux-mêmes a également augmenté, atteignant une taille moyenne de 300 à 500 millions de dirhams, dont le fond le plus important atteint approximativement le million de dirhams.

5. La croissance de l'industrie a été conditionnée par un nombre de facteurs macro et micro économiques, incluant l'ouverture de l'économie marocaine associée à la pression sur les entreprises locales afin de restructurer et d'améliorer leur compétitivité. Au niveau des exigences, l'industrie a bénéficié d'un changement de mentalité de la nouvelle génération des familles propriétaires d'affaires laquelle a une mentalité moins fermée concernant leurs entreprises, étant favorables la cession d'une partie du contrôle à d'autres actionnaires. C'est une « révolution silencieuse » et cela ne se produira pas du jour au lendemain, étant donné les idées prédominantes à propos de la succession dans les entreprises familiales au Maroc.

6. Concernant l'approvisionnement de fonds, l'industrie a très certainement bénéficié de davantage de liquidités dans la région MENA suite au rapatriement des capitaux par les investisseurs arabes provenant des marchés mondiaux et suite au meilleur investissement intra régional qui a suivi. 51 % des fonds totaux d'investissements levés en 2001 et 2002 étaient d'origine étrangère, ce phénomène résultant d'un plus grand investissement intra régional, traduits par des IDE substantiellement plus importants dans la région MENA⁵, et résultant également de l'intérêt de la part d'autres investisseurs étrangers dans les fonds d'investissement marocains. Les institutions étrangères, dont la Banque Européenne d'Investissement, ont leurs propres lignes de capital-risque dont approximativement 20 millions d'euros, représentant 44.6% du montant total des fonds, ont été investis au cours de ces dernières années.

7. Alors que la tendance à la hausse dans l'industrie apparaît clairement, il n'y a pas de chiffres actuellement disponibles (2005-2006) concernant les fonds levés et investis dans les transactions de capital-investissement. L'Association Africaine de l'Investissement en Capital-Risque publie un rapport annuel sur l'activité du CR dans la région nord-africaine, cependant à cause d'un manque de données, ce rapport ne fournit pas un tableau actualisé de la situation au Maroc en comparaison avec d'autres pays d'Afrique du nord. L'Association Marocaine du Capital-Risque (AMIC) doit entreprendre la collecte de données sur les entreprises de capital-investissement et leurs investissements dans les prochains mois.

³ Le Capital Investissement Au Maroc, Éléments d'Analyse de l'Activité du Capital Investissement au Maroc, 2003, Caisse de Dépôt et de Gestion, Avril 2004.

⁴ Présentation du groupe CFG, Février 2006.

⁵ Selon le rapport de 2006 de l'Economist Intelligence Unit, IDE dans la région MENA a presque doublé en 2005 passant de 14.2 milliards de dollars en 2004 à 26.8 milliards de dollars en 2005 dans la région du Moyen-Orient, et de 8.8 milliards de dollars en 2004 à 16.4 milliards de dollars en Afrique du Nord.

Nouvelles tendances en termes de stratégies de fonds et investissements

8. L'industrie marocaine du capital-investissement ne s'est pas seulement développée, mais a également changé en termes de stratégie de fonds, et du type d'entreprises ciblées par ces fonds. La première génération de fonds au Maroc était initialement composée de fonds de capitaux généralistes qui habituellement finançaient des entreprises de taille moyenne surtout des entreprises industrielles (distribution, transport, etc.).⁶ La seconde génération était partagée entre les fonds généralistes et ceux spécialisés dans des secteurs spécifiques. La nouvelle cible des fonds spécialisés dans les industries va des industries traditionnelles aux industries du secteur des nouvelles technologies. Aujourd'hui, on peut trouver des fonds qui se spécialisent aussi bien au niveau du secteur, qu'au niveau de la taille des entreprises ciblées. Par exemple, les Fonds Sindibad et Moussahama investissent généralement dans des entreprises en phase de création, alors que la plupart des autres se spécialisent dans des investissements à long terme. Ce mélange de fonds de capitaux spécialisés et généralistes résulte d'une progression relativement importante de l'intervention du capital-investissement dans l'économie marocaine. En fait, entre 1999 et 2003, les transactions de capital-investissement ont été menées dans 84% des industries locales.

9. Alors que les investissements ont été effectués dans un nombre de secteurs différents, on peut constater une plus grande uniformité concernant la phase d'investissement. Plus de la moitié des entreprises financées par le capital-investissement ces dernières années avaient au moins quatre années d'existence. En ciblant ces entreprises, les gestionnaires de fonds montrent leur préférence pour des entreprises plus stables qui peuvent fournir un état de leurs résultats financiers où l'on peut constater un certain degré de transparence. Il n'est donc pas surprenant que la croissance de l'industrie marocaine de capital-investissement soit due à une augmentation des transactions en opposition à l'investissement dans des entreprises nouvelles ou des transactions de restructuration. En général, concernant le montant total investi, 82% des fonds sont dédiées à l'investissement dans des entreprises en phase de création ou de croissance⁷, ce qui démontre néanmoins que le financement est disponible aussi bien pour les entreprises en phase initiale qu'en phase de croissance.⁸

Croissance modérée des opérations d'introduction en bourse (IPO).

10. L'existence d'une variété de possibilités de sortie est importante pour les gestionnaires de fonds de capital-investissement. Habituellement, une sortie peut se faire sous la forme d'une vente commerciale à une entreprise qui souhaite réaliser une acquisition stratégique, une vente à un groupe cherchant à atteindre un contrôle de la direction de l'entreprise (dont un rachat de direction) ou par un appel à l'épargne publique (IPO). Alors que les ventes commerciales sont presque toujours et presque partout plus importantes en termes de volume, les IPO sont utiles pour établir une estimation aussi bien pour les entreprises cotées que pour celles non cotées. Les IPO sont également importantes pour établir des normes auxquelles les entreprises émergentes peuvent aspirer, étant donné que beaucoup d'entreprises rencontrant une forte réussite sont cotées en bourse. Au Maroc, dans 66% des cas, la sortie est réalisée par le biais d'une vente au principal actionnaire (c'est à dire l'entrepreneur) et dans 17% des cas par un rachat, le reste

⁶ Rapport du CDG, 2004, corroboré par des entretiens.

⁷ Présentation 'Le Maroc: Opportunités en termes de capital-investissement et défis', William C. Fellows, août 2005.

⁸ Les différentes statistiques disponibles à ce sujet semblent contradictoires.

se réalise au moyen de cotation publique.⁹ Parmi les sorties réalisées avant 2004, une seule a été effectuée par une IPO, les autres par une cession à un dirigeant, une cession à un industriel ou à des financiers. Le nombre d'IPO à ce jour qui ont été réalisées à l'aide du capital-investissement a atteint le nombre de cinq, dont trois ont été réalisées durant la période 2005-2006 (RISMA, DARI COUSPATE, et DistriSoft).

11. On espère que ce type de sortie deviendra plus répandu au Maroc étant donné la modification du processus de cotation sur le marché boursier réalisée en avril 2004 par la loi 52-01, introduisant la possibilité d'une cotation sur le Marché Développement où le montant minimum à émettre est de 25 millions de dirhams à la différence d'un montant de 75 millions de dirhams sur le Marché Principal. Les sorties par le biais d'IPO pourraient devenir plus attractives au regard de la Loi des Finances de 2001 selon laquelle la cotation sur un marché boursier offre une réduction de l'impôt sur les sociétés (IS) au profit des sociétés dont les titres sont introduits en bourse, par cession ou augmentation de capital.¹⁰ Une croissance supplémentaire de la Bourse de Casablanca devrait donner un élan à de meilleures sorties par le biais d'IPO. Parallèlement, les sorties effectuées au moyen de ventes commerciales devraient également être facilitées par des ALE signés par le Maroc, améliorant le cadre pour les acquisitions étrangères.

III. Structure de l'industrie

12. Depuis 1999, les sociétés de capital investissement se sont multipliées et on en dénombre aujourd'hui une quinzaine. La première société de gestion de Fonds d'investissement (Moussahama) a été créée en 1993 par différents intervenants du monde financier dont La Banque Populaire. Depuis, le nombre de groupes de capital-investissement a augmenté ainsi que le nombre de fonds qu'ils gèrent. Ces organisations incluent : Moussahama, Accès Capital Atlantique, Fonds d'Amorçage Sindibad¹¹, CFG Group, Capital Investment, Upline IT Management, Maroc Invest, Bank Al Amal, Asma Invest, Financement du Capital Risque BEI, Confides, et Fisal Finance Maroc. Conjointement, ces sociétés de capital-investissement gèrent environ 24 fonds au Maroc, dont la grande majorité a été créée lors de ces cinq dernières années.

13. Ces organisations sont réunies au sein de l'AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital ou des Capital Risqueurs), qui est actuellement dirigée par le Président de Capital Invest (une filiale de BMCE Bank). L'association n'a pas un rôle purement administratif – la loi 41-05 désigne l'AMIC comme une association de l'industrie responsable de traiter des questions concernant «l'exercice de la profession, notamment l'amélioration des techniques de capital-risque, la création de services communs, la formation du personnel et les relations avec les représentants des employés». Bien que désignant l'AMIC comme l'association pour les sociétés de capital-risque, la loi suggère que l'AMIC a la

⁹ Présentation 'Le Maroc: Opportunités en termes de capital-investissement et défis', William C. Fellows, août 2005. Basée sur les données de 2003.

¹⁰ Jusqu'au 31 décembre 2006, les sociétés qui procèdent à une augmentation de capital, tout en cédant un minimum de 20% au profit du public, bénéficient d'une réduction de 50% de l'IS, tandis que celles qui introduisent leurs titres à la bourse par cession d'actions anciennes bénéficient d'une réduction de 25% de l'IS.

¹¹ L'Etat par l'intermédiaire de la Caisse de Dépôts et de Gestion (CDG), reste un des principaux promoteurs de cette activité, de par sa contribution à la mise en place de plusieurs fonds de capital risqué comme Access Capital Atlantique, le Fonds d'Amorçage Sindibad.

responsabilité de « porter à la connaissance de l'administration et du CDVM¹² tout manquement dont elle aurait connaissance... » (Article 51, loi 41-05).

14. L'association est aux premiers stades d'établissement et en est actuellement au processus de recrutement. Elle a récemment défini une structure composée de 6 équipes qui travailleront sur le cadre légal/lobbying, la communication et le marketing, les statistiques, une charte de pratiques pour les membres, la formation, et le développement de l'association. Un des premiers projets de l'association sera la création d'un questionnaire statistique qui sera distribué à tous les membres.¹³ L'association a recherché une assistance et a signé en mars 2005 un accord de coopération avec l'Association National de Capital-Risque (ANCR), bien qu'aucun projet spécifique n'ait encore été lancé. L'assistance potentielle pourrait inclure une aide de gestion d'association, le développement de relations entre les sociétés de capital-risque marocaines et américaines, etc. L'Association Africaine de Capital-risque fondée pour promouvoir, développer et stimuler le capital-risque privé et le capital-risque en Afrique, pourrait peut-être aussi fournir des moyens de création ou d'autres aides.

IV. Cadre légal

15. La majeure partie de la croissance du secteur marocain de capital-risque s'est produite en l'absence d'un cadre légal réglementant le secteur ou la définition d'incitations fiscales. La loi réglementant les sociétés de capital-risque et définissant ce qui constitue l'activité de capital-risque, a été introduite en février 2006 (*Loi 41-05 relative aux organismes de placement en capital-risque*). Cette loi, ainsi que la *Charte de la Petite et Moyenne Entreprise* (loi 53-00, juillet 2002) constitue le cadre légal fondamental pour les opérations des sociétés de capital-risque et capital-investissement. Pour la loi, l'activité de capital-risque est définie de façon assez spécifique:

«L'activité de capital-risque, au sens de la présente loi, consiste pour un organisme de placement en capital-risque à financer des petites et moyennes entreprises (PME)...sous forme de titres de capital, de titre de créances convertibles ou non en titres de capital ainsi que d'avances en compte courant d'associés conformément aux dispositions de la présente loi».

16. La loi 41-05 régit seulement la forme des sociétés de capital-risque appelée OPCR (Organisme de Placement en Capital Risque) ainsi que leurs sociétés de gestion. (Pour une société de capital-risque, avoir un statut légal dans le cadre de la loi marocaine, implique d'être organisée comme une OPCR afin de se conformer aux conditions soulignées dans la loi 41-05, qui prévoit principalement l'investissement dans les PME). Selon la loi, «les OPCR doivent avoir 50% d'affectation minimale», ce qui signifie essentiellement qu'ils doivent investir au moins 50% de ses actifs dans les PME comme défini dans la Charte de la PME de 2002. La définition de ces 50% d'investissement requis est assez large, permettant par exemple, des investissements dans des actions de PME pour une période supérieure à trois

¹² Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) est un établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière. Il fut institué par le Dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 modifié et complété par la loi 23-01 qui en fixe la mission et les moyens d'action.

¹³ Entrevue, Mehdi Tahiri, Président, AMIC.

ans.¹⁴ La seule exception pour les OPCR concernant ces 50% d'affectation minimale, est admise s'ils déclarent au CDVM qu'ils sont en période de désinvestissement.

17. La loi précise également la relation entre les sociétés de gestion et le CDVM en termes de documentation qui doit être transmise au CDVM afin de créer un OPCR ainsi que pour continuer ses activités. Selon l'article 35 de la loi, « le CDVM exerce un contrôle permanent *sur les OPCR et leur société de gestion*, afin de s'assurer qu'ils respectent les dispositions légales et réglementaires qui leur sont applicables en vertu de la présente loi ». Selon l'article 12 de la loi, afin de créer un OPCR la société de gestion doit transmettre au CDVM les documents pertinents pour une *opinion*, cependant une approbation du Ministère des finances est nécessaire afin d'établir une société de gestion, qui peut à son tour créer un OPCR. Le CDVM examine les documents pour la candidature et avertit le Ministère des finances de la conformité d'un OPCR donné concernant les dispositions légales. Le CDVM a le droit de demander des documents et également de diriger des audits ou contrôles physiques périodiques une fois un OPCR établi.

18. Avant février 2006, le secteur n'était pas réglementé. La loi a alors introduit des changements significatifs dont l'application a limité l'activité des entreprises dans le secteur. Bien qu'il semble que les sociétés de capital-risque n'aient pas été particulièrement consultées lors de l'élaboration de la loi, elles ont par la suite participé à des réunions avec le CDVM visant à discuter de la loi et de son impact potentiel. Lors de ces discussions, les sociétés de capital-risque ont émis l'opinion que la loi est relativement restrictive concernant la définition des PME et en réalité les incitations fiscales offertes sont difficiles à obtenir.¹⁵

19. Il est entendu que quelques entreprises marocaines préparent actuellement la documentation nécessaire spécifiée dans la loi afin d'obtenir le statut légal de société de gestion. A ce jour cependant, aucune société de gestion n'a transmis les documents requis par le CDVM pour être reconnue légalement par la loi (ce qui permettrait également de bénéficier de certaines mesures d'incitation fiscale). Ainsi, la procédure établie par le CDVM, bien qu'en application légale, n'a pas été testée et l'on discute encore des aspects pratiques de son application. Le CDVM est actuellement en discussion concernant les modalités d'application de la loi, et tente de trouver l'équilibre entre les conditions réglementaires et les intérêts du secteur privé. Dans ce but, le CDVM souhaite se présenter comme un interlocuteur crédible pour les participants du secteur. Une meilleure opinion du rôle d'encadrement du CDVM peut se mettre en place quand la loi arrivera à sa pleine application.

20. Le second élément significatif de la législation est la Charte de la PME (loi 53-00), qui ne réglemente pas directement les sociétés de CR/CI, mais définit ce qui compose une PME:

- pour les entreprises existantes, avoir un effectif permanent ne dépassant pas 200 personnes et avoir réalisé, au cours des deux derniers exercices, soit un chiffre d'affaires annuel hors taxes n'excédant pas 75 millions de dirhams, soit un total de bilan annuel n'excédant pas 50 millions de dirhams ;

¹⁴ Si une PME croît au delà de la taille légale maximum pour une PME selon la loi, un investissement en CR d'une entreprise dans cette PME se monte encore aux 50% exigés pour une période de plus de 3 ans.

¹⁵ Les incitations fiscales concernant le capital-risque sont spécifiées dans l'article 6 du Projet de la Loi des Finances de 2006. Selon cet article : «les organismes de placements en capital-risque (OPCR) pour les bénéfices réalisés dans le cadre de leur objet légal ».

- pour les entreprises nouvellement créées, engager un programme d'investissement initial global n'excédant pas 25 millions de dirhams et respecter un ratio d'investissement par emploi de moins de 250 000 dirhams.
- On entend par entreprise nouvellement créée, toute entreprise ayant moins de 2 années d'existence.

21. Au sens de la Charte de la PME, on entend par Petite et Moyenne Entreprise, toute entreprise gérée et/ou administrée directement par les personnes physiques qui en sont les propriétaires, copropriétaires ou actionnaires, et qui n'est pas détenue à plus de 25% du capital ou des droits de vote par une entreprise ou conjointement par plusieurs entreprises ne correspondant pas à la définition de la PME. Ce seuil peut être dépassé si l'entreprise est détenue par des fonds collectifs d'investissement, des sociétés d'investissement en capital, des organismes de capital risque, ou des organismes financiers dûment habilités à faire appel à l'épargne publique en vue d'effectuer des placements financiers, à condition que ceux-ci n'exercent, à titre individuel ou conjointement, aucun contrôle sur l'entreprise.

22. Cette définition établit la liaison entre les deux lois (41-05 et 53-00) puisque l'activité de capital-risque au Maroc est définie essentiellement comme associée au financement des PME.¹⁶ De plus, la Charte établit le cadre institutionnel général pour la promotion et le financement des PME, en créant l'Agence Nationale pour la promotion de la PME (ANPME). L'ANPME est de façon générale largement responsable de « promouvoir au profit des PME, la prestation de services d'information, de conseil, d'assistance technique, d'expertise et de formation en matière de gestion et d'administration de l'entreprise, par les organismes publics et privés spécialisés » ainsi que d'entreprendre toute action de sensibilisation, d'information et d'assistance en matière de simplification et d'allègement des règles juridiques et des procédures administratives applicables aux PME ». Bien que cet organisme ne soit pas directement responsable du financement des PME, il fournit des informations sur les différents systèmes de financement disponibles pour les entrepreneurs. L'ANPME n'a pas un rôle de réglementation vis-à-vis des sociétés de CI/CR.

23. En plus de ces lois, il existe des moyens indirects de réglementer le secteur. La Banque Al Maghrib contrôle indirectement quelques participants de l'industrie, au moyen de surveillance prudentielle des banques. Etant donné que quelques sociétés de capital-risque sont des filiales de grandes banques, leurs activités sont indirectement surveillées par la Banque Centrale. La Banque Centrale a récemment introduit des exigences prudentielles pour que les pratiques de surveillance au Maroc s'alignent sur Bâle II. De par sa nature, l'industrie du capital-risque, est moins réglementée que le secteur bancaire, comme c'est le cas dans d'autres économies des pays de la région MENA et de l'OCDE.

24. Des questions peuvent être soulevées concernant l'efficacité du cadre légal au niveau de l'encouragement du financement par capital-investissement pour les PME marocaines. Selon l'enquête digne de foi menée par la Caisse de Dépôt et de Gestion en 2004, la majorité des fonds n'ont pas investi dans les entreprises que l'on pourrait qualifier de PME selon la définition légale. L'étude a conclu que « la majeure partie des Fonds de capital-investissement détient un actif composé d'entreprises qui ne répondent pas aux critères du total actif et du chiffre d'affaires ».¹⁷ D'autres entretiens avec des sociétés marocaines de capital-investissement ont démontré que la situation n'a pas évolué.

¹⁶ Ce n'est pas une façon habituelle de définir le capital-risque dans d'autres pays.

¹⁷ Rapport du CDG, page 13.

25. Alors qu'il peut y avoir une multitude de raisons expliquant pourquoi le cadre légal n'a pas motivé l'émergence d'un investissement plus important dans les PME par les sociétés de CR, quelques observations générales peuvent être faites. La lenteur de l'application de la loi peut résulter probablement du fait que c'est la première loi jamais adoptée pour réglementer les activités de capital-investissement au Maroc. De plus, bien que le CDVM a participé à des réunions avec des sociétés de CI, quelques unes semblent ne pas posséder les connaissances et la compréhension adéquate de la loi, de ses exigences ainsi que de ses bénéfices. Les sociétés de capital-risque interrogées lors la préparation de l'atelier n'étaient pas complètement familiarisées avec le cadre légal applicable, et ont exprimé le sentiment que l'information concernant les réglementations et les incitations qui pourraient les intéresser n'était pas disponible facilement. Les sociétés de CR familiarisées avec la loi ont signalé que c'était un processus lourd d'un point de vue administratif. Elles suggèrent que les incitations listées dans le Projet de Loi des Finances de 2006 auraient été difficiles à obtenir vu l'exigence de détenir 50% du portefeuille en investissement dans les PME.

V. Financement d'entreprise au Maroc

26. Alors que les parties précédentes posaient directement la question du développement du secteur du CR au Maroc, la partie suivante explorera la question du financement des entreprises par le capital-risque et tentera d'avancer quelques hypothèses de réponse à la question de savoir pourquoi il n'est pas utilisé plus fréquemment. Pour cela, veuillez trouver ci-après un bref résumé des performances des différents instruments de financement publics et privés:

Déclin du crédit privé

27. Malgré les efforts du gouvernement marocain pour la création d'un cadre pour le financement des PME (par exemple la création de l'ANPME, etc.), le financement de ces entreprises n'est pas considéré comme ayant progressé. Le crédit traditionnel des banques aux PME – qui représente la méthode de financement la plus courante, bien que n'étant pas la moins chère¹⁸ - a connu un déclin. Une analyse de 2003 effectuée par le Ministère des finances et de la privatisation a démontré que durant la période de 1996 à 2002, on a observé un déclin de 22.1% des prêts à moyen terme aux PME, même si durant la même période le total du crédit à moyen terme généré par le secteur bancaire a augmenté de 6.4%¹⁹. Ce déclin des crédits de banque pourrait être dû au fait que la mise en oeuvre d'une législation prudentielle a freiné la capacité des banques nationales et étrangères à prêter à des PME à risque plus élevé.

Performance des instruments publics de financement

28. Parallèlement au déclin de la disponibilité des crédits de banque aux PME, on a constaté une baisse du recours à l'aide publique utilisée par les PME. Les programmes qui ont été mis en place par l'Etat sous la forme d'aide à l'auto-emploi (Crédits Jeunes Promoteurs, Crédits Jeunes Entrepreneurs et Programme d'aide à l'auto-emploi) dans le but d'encourager l'intégration des jeunes hommes et femmes

¹⁸ Prime de risque d'approximativement 2% en application, pour le crédit aux PME en opposition au 1% en moyenne.

¹⁹ Evaluation du Financement de la PME au Maroc, Ministère des Finances et de la Privatisation, Royaume du Maroc, 2003.

dans l'économie et dans le but de réduire le chômage, ont également montré un déclin de la distribution de fonds. Pendant la période 1996-2002, la distribution du Crédit Jeunes Promoteurs a connu une baisse de presque 28% et on a constaté une baisse de 50% concernant le programme Appui à l'Auto-emploi.²⁰ Aucune preuve concluante n'est encore disponible concernant l'efficacité des autres aides indirectes disponibles par les fonds de garantie de l'Etat d'ordre général (FOGAM, PAIGAM, etc.) et également concernant les facilités de garanties spécifiques du secteur (FODEP, RENOVOTEL, FORTEX, etc.)²¹

Disponibilité des outils de financement alternatifs

29. D'autres possibilités de financement du secteur privé dont la micro-finance, le crédit commercial, et l'introduction en bourse sont largement disponibles au Maroc. Ces moyens de financement peuvent sembler attrayants pour les entrepreneurs puisque tous, à l'exception du dernier, n'impliquent pas le transfert de contrôle à une partie extérieure. En plus des différences financières, du point de vue des entreprises, les caractéristiques clés différenciant les moyens de financement traditionnels du capital-investissement sont la perte de contrôle au bénéfice d'une partie extérieure et des différences dans la structure des coûts. A la différence des outils de financement traditionnels, les sociétés de capital-risque n'appliquent pas un taux d'intérêt ou des honoraires fixes pour le capital qu'elles fournissent. Leur rémunération correspond à la plus-value de sortie et accessoirement à des dividendes. Ils ont l'avantage d'apporter de l'assistance technique, du conseil et l'élaboration d'études qui servent de base à la mobilisation des fonds.

VI. Analyse: Facteurs restrictifs et facteurs incitatifs pour le CI

30. Le besoin croissant de financement des PME marocaines couplé au déclin de leur financement disponible par des moyens alternatifs représente une importante opportunité pour le financement par capital-investissement. Bien que le financement par capital-investissement ait effectivement connu une croissance relative pendant la période allant de 1990 à 2004 (comme indiqué dans la partie I), son niveau de performance est en développement. Alors que quelques sociétés de capital-investissement se spécialisent dans le financement dans les premières phases et couvrent un large éventail de secteurs, le financement par capital-investissement des PME a été faible *considérant les besoins et le potentiel*.²² Seulement 7% d'environ 1500 PME qui étaient candidates au financement par capital-risque ont utilisé cette méthode en 2004.²³ Durant la période allant de 1996 à 2002, la contribution du capital-risque au financement des PME n'a pas été très importante dans l'ensemble avec environ 60 investissements (montant total de 760 millions de dirhams) réalisés vers fin 2002. La dernière évaluation du Ministère des finances et de la privatisation a conclu que : "La prédominance d'une moyenne entreprise fragile et la

²⁰ Ibid.

²¹ Ibid.

²² Dans ce contexte il est important de souligner que ce n'est pas une méthode clé de financement d'entreprise habituelle, et dans ce sens le Maroc n'est pas une exception.

²³ CDG rapport, 2004. Pas d'information de 2005 à 2006 disponible.

rigidité des conditions d'éligibilité applicables font du capital-risque un dispositif peu utilisé comme moyen d'appui au développement de la PME »²⁴.

31. Ces observations relatives à un manque de financement des PME sont particulièrement importantes étant donné qu'au Maroc, les PME représentent plus de 95% des affaires, qu'elles emploient 50% de salariés et sont responsables de 40% de la production totale.²⁵ Sachant que les PME prédominent dans l'économie marocaine et qu'il existe un manque de financement, il est important de comprendre pourquoi les PME n'ont pas recours au CI et inversement, pourquoi le CI n'est pas intéressé par le financement de certains types de PME. Les deux questions sont d'égale importance. Trois pistes importantes de réponse peuvent être proposées afin d'expliquer cette tendance: a. La concurrence du CI avec d'autres outils de financement, b. la préoccupation des entrepreneurs concernant la perte de contrôle, c. le manque d'information.

a. La concurrence du CI avec d'autres outils de financement

32. Généralement, l'investissement en capital-investissement peut être considéré comme étant en concurrence avec d'autres outils de financement. Les différences concernant les coûts, les implications relatives à la propriété, la participation d'une tierce partie dans les questions de gestion, et les objectifs de l'entrepreneur sont tous des éléments clés déterminant son choix entre le financement par capital-investissement ou d'autres options disponibles. La disponibilité des autres outils de financement est évidemment un autre facteur.

33. Si l'on considère que le CI est en concurrence avec d'autres outils financiers, le déclin de ces dernières années de la disponibilité du crédit de banque aux PME peut être considéré comme une des variables expliquant l'augmentation de l'activité de CR. En effet, les sociétés de CR étudiées pour notre article ont noté que quelques entrepreneurs intéressés par l'examen de cette méthode de financement avaient vu une première demande rejetée par les banques. D'autres craignent de fournir d'importants gages de garanties, et de ce fait préfèrent recourir au financement par capital-investissement.

34. L'impact du déclin du crédit de banque et du système d'aide de financement public du capital-risque n'est pas unidirectionnel. Une diminution des crédits privés aux PME pourrait également avoir eu un impact négatif sur le « flux de transactions » pour les sociétés de CI en réduisant le nombre d'entreprises viables financièrement. D'autres tendances, telles que la diminution de l'utilisation de fonds du gouvernement et d'autres moyens de financement pour les nouveaux entrepreneurs, pourrait avoir eu un impact négatif sur le financement par capital-risque au Maroc. Alors que les acteurs du capital-investissement sont souvent intéressés par l'investissement dans des entreprises qui ne sont pas aux premières phases de leur développement, la sous-utilisation des lignes de crédit étrangères, le coût élevé du capital de banque, pourraient avoir provoqué des conséquences négatives sur le nombre de PME qui auraient potentiellement intéressé les investisseurs en capital-investissement.

²⁴ Évaluation du Financement de la MPE au Maroc, Ministère des Finances et de la Privatisation, Royaume du Maroc, 2003.

²⁵ Fédération de PME/PMI auprès de CGEM, 2002.

b. Préoccupation des entrepreneurs concernant la perte de contrôle

35. La participation en capital-investissement, par essence, implique la perte d'un certain degré de contrôle au profit d'une société de capital-investissement, ce qui peut entraîner une participation extérieure pendant des périodes substantielles. Selon l'analyse de l'AMIC, il existe des conditions favorables des marchés pour les transactions de rachat d'entreprise puisque les entreprises familiales sont confrontées à des questions concernant la succession et la diversification des actifs.²⁶ La volonté des propriétaires d'affaires familiales d'accepter une tierce partie dans la propriété et la gestion de leur entreprise, est difficile à confirmer étant donné la perception des entrepreneurs marocains. Cependant, étant donné que la structure de contrôle familial prévaut dans beaucoup de PME marocaines, la réticence des propriétaires à l'égard d'une participation extérieure dans la gestion de leur entreprise est probablement un problème central. Concernant le financement, ceci est certainement un élément clé déterminant le choix d'un entrepreneur entre le CI et d'autres moyens de financement. Donc, cela pourrait être une préoccupation qui devrait être abordée par l'industrie du CI. Etant donné son mandat d'éducateur, l'AMIC semble être bien placée pour remplir le rôle de formateur et devrait envisager des programmes de formation en coopération avec la Confédération Générale des Entreprises du Maroc (CGEM) ou avec l'Agence Nationale Pour la Promotion de la Petite et Moyenne Entreprise (ANPME).

c. Manque d'information

36. Le manque d'information concernant les financements en capital investissement/risque a été confirmé, suite à des entrevues réalisées auprès de représentants de sociétés de capital-investissement, comme étant un problème clé qui devrait être abordé. Pallier à cette carence pourrait être le rôle de l'ANPME par exemple, qui fournit déjà des informations substantielles sur les outils de financement pour les PME en général et sur le CI en particulier. A nouveau, l'AMIC pourrait également participer à ces activités, au sujet des ressources. D'autres moyens de diffuser l'information, tels que des incubateurs d'affaires gérées par l'état pourraient être également envisagés. Dans le cadre de ce projet, les entrepreneurs doivent également être conscients : des bénéfices du financement en CI, des exigences d'information et d'attention dont les sociétés de CI ont besoin, de la comparaison du financement par CI par rapport à d'autres options.

VII. Remarques finales

37. L'industrie du capital-investissement acquiert une importance grandissante, comme l'a démontré l'arrivée de fonds internationaux d'investissement et une augmentation du montant des capitaux d'investissement levés. Le nombre croissant de fonds et la croissance de leur montant souligne également l'expansion de l'industrie. Son potentiel pour une croissance supplémentaire est souligné par les facteurs suivants:

- Un changement de mentalité parmi les entrepreneurs en faveur d'une autorisation de contrôle d'une partie extérieure à la famille afin d'améliorer la compétitivité de leurs entreprises;
- La libéralisation du régime de l'investissement, qui exige des petites entreprises de se consolider et d'atteindre une plus grande efficacité;

²⁶ Présentation de l'AMIC, octobre 2006.

- Des changements réglementaires locaux tels que l'introduction de Bâle II et la réduction conséquente du rôle des banques en tant que fournisseurs de financement pour les PME à risque élevé;
- La création de l'AMIC et principalement ses projets pour l'année prochaine pour l'organisation et le renforcement de l'industrie, ainsi que la formation des entrepreneurs;
- L'établissement de *Marché de Fonds* qui permettrait la cotation d'Organismes de Placement en Capital Risque et de Fonds de Placements Collectifs en Titrisation pour plus de 20 millions de dirhams, est prévue.²⁷

38. Il est clair que des facteurs structurels et institutionnels permettant la croissance de CI sont présents. Cependant, alors que les possibilités sont plutôt encourageantes, l'activité des sociétés de CI au Maroc n'a pas eu un immense impact. Comme les dernières statistiques disponibles le suggèrent, les activités financées par le capital-investissement ont contribué à environ 0.03% du PIB du Maroc (plusieurs estimations de ce chiffre existent). Cette statistique souligne le fait que ce secteur en est encore à sa phase de développement, bien que ce soit caractéristique de beaucoup de pays membres de l'OCDE. Parmi les membres de l'OCDE, ce chiffre se situe entre 0.4% du PIB pour des pays tels que le Canada ou les Etats-Unis, et moins de 0.05% pour la Grèce et la République Tchèque.

39. Ces statistiques ne disent rien des secteurs pour lesquels le flux de capital-investissement est le plus faible ou à quel secteur ce financement pourrait contribuer le plus. Généralement, les problèmes pour obtenir un financement en capital-investissement dans les pays de l'OCDE et d'autres pays sont spécialement aigus dans le cas des entreprises à croissance rapide, les start-up et les sociétés de technologies de haute technologie. Cela tend à être similaire au Maroc, car ces entreprises représentent le risque le plus important étant donné leur stock d'actifs intangibles, qui est difficile à évaluer. L'incertitude associée au secteur suite au fiasco de la bulle technologique de 2001 est également un facteur dommageable. Des carences concernant le financement dans des secteurs spécifiques vis-à-vis de leur potentiel devraient être évaluées par le gouvernement marocain pour mieux définir leur politique de soutien.

40. La participation directe et indirecte du secteur public dans l'industrie du CI a été adoptée sous une forme ou une autre dans un certain nombre de pays de l'OCDE, dont l'Autriche, la Belgique, le Canada, la Corée, le Royaume-Uni et les Etats-Unis. L'objectif de cette participation a été de stimuler la croissance du secteur en général et de rectifier les carences de financement spécifiques dans le continuum du financement des entreprises. Des mesures de soutien politique public disponibles incluent la participation du gouvernement dans des fonds de partenariat en capital-risque avec une partie privée (par exemple un fond « hybride »). De tels schémas sont souvent destinés aux sociétés de capital-investissement se trouvant à une phase précoce de développement, qui rencontrent des difficultés pour attirer des capitaux privés. Ces programmes ne devront plus être nécessaires au Maroc lorsque les sociétés de capital-investissement locales sembleront capables de lever le capital nécessaire.

²⁷ N'est pas encore opérationnel dû à un manque de demande.

41. Un deuxième moyen majeur de soutien du secteur public concernant l'industrie se situe dans les programmes de garantie.²⁸ Dans ce contexte, il est important de signaler que pour la participation directe et les garanties, le principe de risque partagé doit être appliqué pour éviter des incitations biaisées. L'intervention du gouvernement ne devrait pas altérer la nature fondamentale du capital-risque qui est que les entrepreneurs doivent persuader les investisseurs d'accepter le risque élevé dans l'espoir d'obtenir un retour conséquent.

42. Un troisième et dernier domaine dans lequel la politique publique joue un rôle est celui des incitations fiscales. A ce sujet, une liste de mesures possibles qui ont été adoptées par les gouvernements de pays membres de l'OCDE inclut un dégrèvement fiscal pour plusieurs types d'investissement dans des entreprises non cotées ou cotées sur un « marché hors cote ». Les études de l'OCDE sur l'Entrepreneuriat et la Nouvelle économie conseillent que les pays simplifient le traitement légal et fiscal des stock options et encourage le plan général pour les employés et garantit que leur système fiscal est neutre vis-à-vis de cette forme de compensation. Un système d'incitations fiscales pour les OPCR a été adopté par la loi des finances de 2006, incluant, par exemple des exonérations sur les dividendes réalisés par les OPCR. Pour bénéficier de l'exonération prévue par la loi, les organismes de placement en capital-risque doivent détenir dans leur portefeuille de titres au moins 50% d'actions de sociétés marocaines non cotées en bourse dont le chiffre d'affaires, hors taxe sur la valeur ajoutée, est inférieur à 50 millions de dirhams.

43. Alors que les mesures de soutien politiques peuvent être menées, deux avertissements doivent être donnés. Premièrement, il existe souvent un contraste entre les PME qui critiquent le manque de financement disponible dans des délais appropriés, et les prêteurs et investisseurs potentiels qui se plaignent simultanément du manque de projets « bancables ». En réalité, bien souvent les entrepreneurs ne sont pas familiers avec les divers aspects du financement ainsi qu'avec la capacité d'articuler un plan commercial qui répond aux exigences des banquiers ou des investisseurs. La recherche montre que, même sur les marchés où les banques ont ciblés le secteur des PME comme secteur au potentiel de profit élevé, fréquemment les PME ne comparent pas les sources alternatives de financement, alors que les banquiers et les investisseurs rencontrent des difficultés à obtenir des informations significatives sur les emprunteurs.²⁹ Donc, la « carence en financement » ne résulte pas nécessairement d'un manque de fonds mais d'un manque de projets disposés à l'investissement.

44. Le second avertissement, déjà mentionné, est que les programmes du gouvernement pour soutenir le capital-investissement doivent respecter le principe du risque partagé. L'État devra s'abstenir d'offrir des garanties ou des projets de co-financement qui n'atteindront pas les objectifs souhaités de politique sociale ou qui ne stimuleront pas les secteurs prioritaires (comme le souligne le Programme 'Emergence' par exemple). De même, les projets qui ne semblent pas viables ne devraient pas être financés par les fonds publics. Les programmes de gouvernement introduits dans les pays de l'OCDE étaient habituellement destinés à maximiser la participation du secteur privé et pour obtenir cela, des fonds du gouvernement sont souvent offerts sur diverses bases. Le gouvernement marocain devrait également considérer un appui à des associations existantes, dont l'AMIC, qui peuvent aider à l'amélioration des

²⁸ A ce sujet le modèle tunisien pourrait être intéressant

²⁹ OECD Global Conference on Better Financing for Entrepreneurship and SME Growth, OECD Keynote paper, March 27-30 2006.

compétences de l'industrie et peuvent mener à bien d'importants projets dans le domaine de l'éducation ou l'adoption de lignes directrices d'évaluation reconnues internationalement.³⁰

45. Même si l'industrie est soutenue par des programmes du secteur public, les limites du financement par capital-investissement devront être comprises clairement. Dans aucun pays, même ceux où l'industrie du capital-investissement est bien développée, le financement en capital-investissement ne représente un pourcentage important du financement des PME. Les moyens principaux de financement restent le crédit commercial, crédit-bail. En outre, les sociétés de capital-investissement dans de nombreux pays, y compris celles de la région MENA, sont plus intéressées par le financement à un stade plus avancé en opposition à des opérations au stade de démarrage, bien que cela varie selon l'entreprise.

46. Il convient également de noter que les objectifs des sociétés de CI elles-mêmes et ceux du gouvernement marocain semblent être légèrement divergents. Selon la perspective du gouvernement, la politique se focalise sur l'octroi de financement des PME. Du point de vue des sociétés elles-mêmes, l'objectif est de trouver des PME qui répondent aux critères en termes de performance financière, de transparence et de stabilité. Cette différence de point de vue devra être abordée dans le cadre légal réglementant l'industrie pour s'assurer que celle-ci continue de prospérer.

COMPTE-RENDU DE LA SEANCE

47. Cette séance était présidée par M. Obaid Amrane, Directeur du Trésor et des Finances Extérieures du Maroc. La séance a commence avec une présentation de Loi 41-05 relative aux organismes de placement en capital-risque par M. Hicham Zanoiti, représentatif du Trésor.

48. Ensuite, M. Mehdi Tahiri a présente l'état actuel et les développements récents dans ce secteur, ainsi que les activités de l'Association Marocaine du Capital-Risque. M. Tahiri a souligné que depuis 2000, le secteur a connu un démarrage très significatif et que aujourd'hui le taille de secteur est 400 milliard dirhams (excluant le secteurs immobilier est tourisme), ce que est 20 fois le taille de secteur il y a 8 ans. M. Tahiri partage sa perspective, comme le Président de AMIC, de l'avenir de secteur capital risque. Il a souligne que la croissance du secteur peut être attribue a la mondialisation d'équipes qui gèrent le fonds d'investissement, le confiance des investisseurs qui a augmente, ainsi que la rôle positif joue par les autorités marocains. Selon lui, l'introduction du cadre législative pour le secteur capital risque était très pertinent et il a encourage l'adoption de ce cadre au Maroc, étant donne que ce cadre pourra besoin quelques modifications.

49. M. Fellows, un représentant de Financial Services Volunteers Corps, a presente son expérience avec ce secteur en Maroc dans le contexte de standards internationaux, en proposant que le benchmarking de secteur vis-a-vis ces standards peut tirer une profit pour le secteur.

³⁰ En décembre 2003, le 'Private Equity Industry Group' a publié le "Private Equity Valuation Guidelines" (PEIGG).

50. Mme. Alissa Koldertsova de Programme MENA-OCDE pour l'Investissement a presente les conclusions de mission d'équipe OCDE qui mène en October 2006, et a compare le structure de secteur capital risque marocain avec celui de pays membre de l'OCDE.

51. M. Azouzi, le représentant de commission PME à la CGEM a discute l'expérience PME dans la manière, en partagent une perspective bien différente des autres intervenants. M. Azouzi a mis accent sur l'insuffisance de financement pour le création des entreprises et a discute le concurrence de financement via le secteur capital risque avec les autres moyennes de financement. Un autre observation clé faite par M. Azouzi avait concerne la capacité de capital investisseur à suivre de développement des entreprises dans lesquelles ils investissent, ce qui manque a son avis aujourd'hui a Maroc. La discussion qui suivait les présentations des intervenants se focalisait sur la nécessité des fonds de garantie en Maroc, le cadre règlementaire actuel et les étapes suivants pour renforcer ce secteur.

CONCLUSIONS DE LA SEANCE

- Créer une antenne marocaine du réseau MENA-OCDE pour le financement de l'entreprise qui réunit les acteurs de l'innovation, du secteur financier, et des entrepreneurs.
- Stimuler le financement sous forme de capital risque à travers des mesures alternatives (en dehors du cadre légal actuel) comme le développement des garanties, et prendre en considération cette approche sur la base de modèles adoptés par des pays émergents de la région MENA.
- Envisager la coopération dans ce domaine entre le Programme MENA-OCDE pour l'Investissement et d'autres organisations régionales.