

العنوان:	Contribution de la Bourse et du Système Bancaire au Financement Des Entreprises Marocaines
المصدر:	المجلة المغربية للأنظمة القانونية والسياسية
الناشر:	أحمد أجعون
المؤلف الرئيسي:	Abd Aljabar, Rafiki
المجلد/العدد:	ع10
محكمة:	نعم
التاريخ الميلادي:	2016
الشهر:	أكتوبر
الصفحات:	36 - 17
رقم MD:	792889
نوع المحتوى:	بحوث ومقالات
اللغة:	French
قواعد المعلومات:	IslamicInfo
مواضيع:	المغرب، سوق الأوراق المالية، القطاع المصرفي، الشركات التجارية
رابط:	http://search.mandumah.com/Record/792889

Contribution de la bourse et du système bancaire au financement des entreprises marocaines

*RAFIKI Abdeljabar
Professeur à la faculté de droit de Meknès*

La Bourse de Casablanca a connu un certain nombre de transformations économiques et institutionnelles depuis sa création en 1929. Ces mutations lui ont permis de se positionner leader en Afrique occidentale et 3^{ème} en continent Africain. Malgré ce classement à l'échelle continentale, la bourse de Casablanca souffre actuellement des problèmes qui remettent en cause son rôle dans le financement de la croissance des entreprises en particulier et de l'économie nationale en général. En ce sens, elle n'a pas le profil d'une institution de créateur d'entrepreneurs capables de transformer leurs idées en projet d'investissement tangibles pour conquérir de nouveaux marchés. Les experts de la bourse marocaine ont mis le point sur les explications de la situation décevante de la bourse à travers un cumul des problèmes qu'ils ont soulevé ces dernières années, à savoir:

- Le manque de la liquidité du marché;
- L'insuffisance du flottant qui ne dépasse pas 15% et la difficulté de son élargissement puisqu'il est détenu par les investisseurs institutionnels non créable.
- Un faible volume de transaction et de transaction en volume,
- La réticence à l'introduction en bourse par les investisseurs marocains et étrangers ce qui fait augmenter les prix en rendant la bourse la plus chère des bourses des pays émergents.
- La sortie des entreprises de la bourse en laissant une dizaine de milliards de dirhams de perte.

Ces éléments sont importants dans l'explication de la crise de la bourse mais, ils restent toutefois insuffisants, ils doivent être complétés par la baisse du rendement structurel, de la transparence et de la crise de confiance en bourse.

Pour renforcer davantage sa visibilité, l'autorité de la bourse a établi récemment un partenariat stratégique international avec London Stock Exchange-groupe à travers la mise en œuvre d'un programme d'accompagnement des PME appelé «Elite»²⁴. Ce programme d'extrême importance s'adresse aux PME à fort potentiel de croissance pour les préparer au financement par le marché financier. Il

²⁴-Site de la bourse de Casablanca www.casablanca-bourse.com

est vrai que nos PME ont besoin d'un accès facile au marché des capitaux, mais elles ne sont que très peu représentées à la bourse en comparaison avec leurs fréquences dans la constitution de tissu économique marocain à hauteur de 95%²⁵. Pour le même objectif, un accord de tripartie a été signé récemment entre la BVC, l'association des PME marocaines et l'association des groupements professionnels des sociétés de bourse. L'objectif étant de doter les PME non cotées des outils leur permettant d'accéder aux diverses sources de financement qu'offre le marché financier en général et le marché des capitaux en particulier. Le nombre de ces entreprises s'élève à 500 unités d'après les statistiques de 2016.

La bourse marocaine ne remplit pas sa mission de financement des entreprises, ce qui oriente ces dernières vers les banques pour soutenir leurs potentiels de croissance.

I- La performance boursière et opportunités offertes aux entreprises marocaines

La bourse de Casablanca est en situation difficile, elle a réalisé des performances décevantes durant les 5 dernières années. Le cumul des problèmes qu'avait connus ont fait de sa situation une crise structurelle. En raison de cette situation difficile, elle manque d'attractivité des investisseurs marocains et étrangers. Elle n'offre pas un cadre incitatif et des opportunités d'investissement conformément aux attentes des entreprises. Elle n'est devenue qu'un lieu de placement pour les spéculateurs au lieu de disposer d'un profil de création d'entrepreneurs capables de transformer leur idée en projet d'investissement.

I-1. L'incapacité de la bourse à satisfaire le besoin des entreprises

Il est admet actuellement avec certitude que la bourse de Casablanca est incapable de jouer son rôle fondamental de financement de la croissance des entreprises et de l'économie de la nation. Son financement est jugé extrêmement faible en comparaison avec les bourses émergentes. La financiarisation de l'économie d'un pays par la bourse est mesuré par le ratio Capitalisation boursière

PIB

qui met en adéquation la dynamique de la bourse avec celle de l'économie. Ce ratio n'est que de 25% en moyenne entre 2010 et 2014. La bourse de Casablanca est devenue donc un moyen de spéculation et de placement²⁶ et par voie de conséquences ses indices deviennent déconnectés de la réalité économique, il y a donc actuellement une déconnection entre l'état de santé de la bourse et l'économie marocaine. Cette dé-corrélation peut être lue dans la performance inverse des indices boursiers et de la croissance économique. Sur les

²⁵-D'après la caisse nationale de sécurité sociale, le nombre total des PME fluctue autour de 180 000 unités en 2014.

²⁶-La bourse est devenue aujourd'hui un lieu de placement où les investisseurs cherchent à rentabiliser leur épargne en tirant de la plus-value des cours.

cinq dernières années, l'économie se comporte beaucoup mieux que la bourse. L'indice MASI a connu depuis 2010 une diminution terrible, ce qui signale une crise de la bourse mais la véritable question ne se pose pas au niveau de l'évolution des indices à la hausse ou à la baisse, mais plutôt au niveau de sa capacité à répondre aux besoins des entreprises par la levée des capitaux au profit de celles qui ont des idées et qui sont capables de les transformer en une création de richesse et d'emploi.

Les facteurs explicatifs de la crise actuelle de la bourse et son incapacité à jouer son rôle sont nombreux, nous citons :

- Les facteurs macro-économiques et la conjoncture internationale défavorables
- Les facteurs liés à la bourse elle-même, i.e les performances des sociétés cotées sont en deçà de ce qu'elles étaient auparavant, auxquels on ajoute la baisse des niveaux des résultats de ces sociétés.
- Le manque de confiance en climat des affaires en bourse
- Le marché des capitaux est une question de culture qui manque les PME et les grandes entreprises marocaines. Il est courant qu'une entreprise préfère la spéculation dans le secteur immobilier que de s'introduire en bourse.

La crise de la bourse est aussi un facteur déterminant de l'insuffisance de financement. Le véritable problème de la bourse est l'insuffisance de la liquidité du marché qui est elle-même liée au flottant. La bourse de Casablanca a le flottant le plus faible parmi les bourses africaines, il n'est que de 15% actuellement, alors qu'en Nigéria, il est de 30%, en Afrique du sud de 26% et en Egypte de 20%. Depuis 2009, il y avait des difficultés à gérer la baisse des indices, même la vente à découvert n'était pas permise en raison de manque de liquidité. D'après une étude réalisée par la bourse de Casablanca à travers un grand cabinet à l'internationale, il a été conclu que les pays qui disposent d'une bourse développée et liquide réalise une croissance de 2% de plus que les pays à bourse importante en capitalisation mais n'est pas liquide. C'est le fait ici de la bourse de Casablanca dont la capitalisation est de 50% du PIB mais non liquide. La liquidité pourra être améliorée par les introductions en bourse des grandes entreprises publiques qui peuvent restaurer la confiance des investisseurs (Karim Hajji)²⁷.

- La bourse de Casablanca est la plus chère des marchés émergents, ce qui entrave les investisseurs étranger de s'y introduire.

- La bourse de Casablanca a besoin de confiance pour qu'elle soit attrayante aussi bien pour les investisseurs marocains qu'étrangers afin qu'ils puissent confier leur introduction. Cette confiance est liée au flottant qui est détenu par les investisseurs institutionnels (banques) non crédible et à la liquidité du

²⁷ Déclarations de Karim HAJJI, Directeur de la bourse des valeurs de Casablanca.

marché qui fait augmenter les prix par la loi de l'offre et de la demande en rendant la bourse chère.

- L'émission d'obligation et des actions sur le marché primaire sont très peu en raison des introductions en bourse limitées.

- Faible volume de transaction et de transaction en volume en comparaison avec les bourses des pays émergents.

Ces éléments ci-dessus seront discutés et développés dans les paragraphes suivants.

I-2. La réticence à l'introduction en bourse des valeurs de Casablanca

Les avantages de l'introduction en bourse sont multiples. Les entreprises cotées peuvent accéder facilement au financement de leurs projets à moindre coût en comparaison avec les autres sources de financement. Cet avantage n'est pas le seul, il y a aussi la valorisation objective du patrimoine si le marché est loyale, l'organisation de la liquidité du patrimoine, l'obtention d'un label de bonne gouvernance, la notoriété, le prestige, l'image et la communication. En outre, les entreprises peuvent également bénéficier d'exonérations fiscales notables. Malgré ces avantages, le recrutement a échoué, la bourse n'a pas pu attirer les entreprises pour s'introduire.

En 1993, la bourse compte 65 sociétés, actuellement on est à 74, elles sont généralement des grandes entreprises, paradoxalement, il y avait des sorties de la bourse. Le solde entre l'entrée et la sortie a fait perdre la bourse 60 milliards de Dirhams. D'après une étude de la bourse de Casablanca, Karim Hajji²⁸ déclare qu'il existe actuellement 500 entreprises marocaines satisfont les critères de la cotation, mais elles refusent l'introduction en bourse. Les raisons évoquées par le locuteur sont liées essentiellement à la transparence sur le marché que demandent les entreprises, à la confiance, à la crainte de publication de leur résultat comptable et à la crainte de la perte de contrôle d'une partie de leur capital c'est-à-dire les entreprises n'ont pas donc envie de partager la gestion et le capital détenu. Une autre raison non négligeable qui explique l'échec d'introduction en bourse est liée au caractère familial des entreprises qui empêche l'entente des associés.

Le problème c'est que cette bourse ne finance pas l'économie. Les études faites en interne par la bourse montrent que la majorité écrasante des introductions en bourse depuis les 15 dernières années sont faites par cession à commencer avec la privatisation, toutefois, ceci reste vertueux pour développer le marché.

En plus de ces raisons, l'introduction en bourse est un processus relativement complexe, il est ouvert à toutes les entreprises indépendamment de leur statut juridique, sauf s'elles ne remplissent pas les critères exigés. Ces critères

²⁸-Débat sur les opportunités offertes par la bourse aux PME, modéré par un groupe de spécialistes, parmi lesquels figure en tête Karim Hajji, Directeur de la bourse. Émission diffusée par la radio Lux en 2016 qui a résumé la situation actuelle de la BVC.

semblent rigides et inaccessibles pour les PME, mais relativement favorables pour les grandes entreprises et les entreprises à forte croissance. Une entreprise supposée éligible à l'introduction ne pourra se positionner que sur l'un des trois marchés disponibles : Marché Principal, Marché Développement et Marché Croissance. Toutefois, le transfert d'un marché à l'autre est possible si l'entreprise remplit les conditions. La voie d'accès à l'introduction s'effectue par l'émission d'actions ou d'obligations cotées. Les conditions d'introduction au marché d'actions sont de deux types : conditions préalables et conditions de forme ou additionnelles. Les préalables à l'introduction sont liés au profil des entreprises, un minimum de capitaux propres est exigé, un minimum de chiffre d'affaires, un nombre d'exercices certifiés et les comptes consolidés. En sus de ces conditions préalables, trois autres critères additionnels sont exigés. Il s'agit de convention d'animation et d'un nombre minimal de titre et de capital à émettre. Le tableau suivant récapitule les conditions d'introduction sur les trois marchés.

Tableau 1 : Conditions préalables et additionnelles d'introduction en bourse de Casablanca

Les conditions préalables			
Conditions	Marché Principal	Marché développement	Marché Croissance
Profil des entreprises	Grandes entreprises	Entreprises de taille moyenne	Entreprises en forte croissance
Capitaux propres minimum en millions de DH	50 MDH	Pas de limite fixée	Pas de limite fixée
Chiffre d'affaires minimum en millions de DH	Pas de limite fixée	Plus de 50 MDH	Pas de limite fixée
Nombre d'exercices certifiés	3	2	1
Comptes consolidés	Oui (Si l'entreprise dispose de filiales)	Facultatif	Facultatif
Les conditions additionnelles			
	Marché Principal	Marché Développement	Marché Croissance
Nombre de titres minimum à émettre	250 000 actions	100 000 actions	30 000 actions
Montant minimum à émettre en millions de DH (*)	75 MDH	25 MDH	10 MDH
Convention d'animation	Facultative	1 année	3 années

Source : Site de la bourse www.casablanca-bourse.com, Dernière mise à jour 2/1/2013

Etant données la rigidité des critères d'introduction au marché actions, le marché boursier marocain se caractérise par une faible introduction des sociétés. Depuis 2010, la bourse a assisté à une introduction de 10 sociétés seulement. Parmi 74 sociétés cotées, 14,86% seulement ont opté pour le marché Croissance. 27,02% sont introduites dans le marché Développement et le reste 58,1% ont été orientées vers le marché Développement.

Pour le marché obligataire les conditions sont moins contraignantes que le marché d'action. Les conditions d'accès sont illustrées dans le tableau suivant :

Tableau 2 : conditions d'introduction au marché obligataire

Entité émettrice	
Nombre d'exercices certifiés	2
Comptes consolidés	Oui (si l'entreprise dispose de filiales)
Montant minimum à émettre en millions de DH	20 MDH
Maturité minimale	2 années

Source : Site de la bourse de Casablanca www.casablanca-bourse.com, Dernière mise à jour 2/1/2013

Parmi les 74 sociétés cotées, 43 seulement opèrent dans le marché obligataire. Il s'agit essentiellement des banques, des sociétés de portefeuille et les entreprises du secteur bâtiments et matériaux de construction.

En ce qui concerne le coût d'introduction au marché d'actions et d'obligations, il est constitué d'une commission d'admission à la cote et d'une commission de séjour annuel. La commission d'admission est fixée à 0,1% du capital social pour le marché actions et à 0,05% H.T pour le marché obligataire. Ces commissions sont payables par l'émetteur et les souscripteurs mais plafonnée à 10 000 DH pour les 2 parties pour le marché d'obligation. Pour les commissions de séjour annuel, ils sont plafonnés en fonction du capital social coté pour le marché actions avec un minimum de 5000 DH H.T payables par l'émetteur. Cependant, ces commissions sont plafonnées pour le marché obligataire à 50.000 pour l'émetteur quelque soit le capital social mais elles sont assujetties à la TVA de 10% à partir de 2006.

Par ailleurs, Toute transaction boursière est ainsi soumise à des commissions rémunérant les prestations de la société gestionnaire (Bourse de Casablanca), et de la société de bourse intermédiaire, soit :

Commissions de négociation, elles sont de 0.1% H.T. du montant des transactions sur les actions est de 0.005% plafonnée à 5 000 DH H.T. pour les

obligations. Ainsi, le montant total des commissions lui-même est soumis à la TVA à hauteur de 10%.

La multiplicité de la grille tarifaire et du coût fiscal relatif aussi bien à l'introduction qu'aux transactions sur les opérations sont autant des facteurs qui peuvent expliquer la réticence des entreprises à s'introduire en bourse. De même, la plupart des entreprises marocaines sont très sensibles à la transparence et à la divulgation des informations sur leurs situations économiques et financières ce qui constitue un entrave d'accès à la bourse. Le problème de structuration et d'organisation ne leur permet pas de satisfaire les conditions de la bourse.

I-3. Performances décevantes de la bourse marocaine

Les performances du marché financier marocain ne sont pas indépendantes de celles des autres marchés internationaux. En effet, la conjoncture internationale influente, dans le cadre de la mondialisation, sur toutes les économies des pays du monde et par conséquent affecte les places financières. Le rapport d'activité annuel de CDVM²⁹ a explicité les performances du marché financier marocain en partant de l'évaluation de la situation mondiale et sa propagation à la bourse marocaine. En effet, Le rythme de l'activité économique mondiale est resté en 2014, une fois encore, en deçà des attentes. Dans les économies développées, la croissance s'est légèrement accélérée aux Etats-Unis, alors que dans la zone euro, la reprise est restée fragile. Dans les pays émergents et en développement, l'activité a continué de perdre son dynamisme. La conjoncture économique nationale a été caractérisée en 2014 par la faible reprise des activités non agricoles, reflétée par un manque de dynamisme aussi bien au niveau des services que des industries manufacturières et une poursuite de l'essoufflement du BTP. Le PIB non agricole a ainsi progressé de 3,1 % après 3% en 2013 et 4,7 % en 2012. Compte tenu de la baisse de 2,5% de la valeur ajoutée agricole, après une hausse de 17,9 % en 2013, la croissance économique est passée de 4,7 % en 2013 à 2,4 % en 2014. Sur le plan des finances publiques, et après un redressement conséquent en 2013, l'exercice 2014 s'est soldé par une légère réduction du déficit budgétaire qui s'est établi à 4,9 % du PIB. Dans ce contexte, l'année 2014 a été marquée sur le plan financier par le repli de la volumétrie observée depuis quelques années, même si le volume des transactions sur actions a connu une hausse de près de 4,3 % par rapport à 2013.

L'étude de la performance du marché financier peut être effectuée à travers l'examen de la performance de la bourse, et l'évaluation des performances réalisées au niveau des appels publics à l'épargne. L'état de santé de la bourse est lié aux performances de ses indices boursiers, de sa capitalisation boursière réalisée, du volume des transactions, et de l'attractivité des investisseurs. Ainsi, l'appel public à l'épargne n'est performant que si la bourse satisfait les opérateurs des financements

²⁹-Rapport annuel de CDVM 2012; 2013 et 2014.

ont-ils ont besoins que ce soit par émission de titre de créance ou par des opérations sur titre de capital.

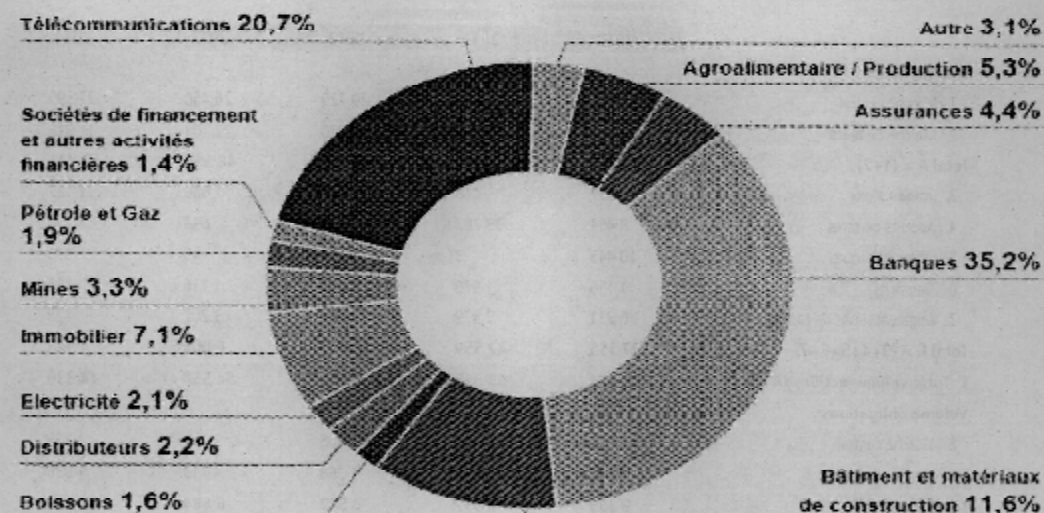
a) Performance des indices boursiers à la baisse (2010-2014)

En 2014, les places financières internationales ont réalisé des performances considérables à l'exception de la Russie. L'indice de Shanghai s'est envolé de 52,9 %. Aux Etats-Unis, le Dow Jones a terminé l'année sur un gain de 7,5 %. Certains pays émergents ont aussi fortement progressé, à l'image de la Bourse de Bombay(+29,6 %), Jakarta (+22,3 %) ou encore Istanbul (+21,8 %). Toutefois, la chute du prix du pétrole au dernier semestre de l'année a eu un impact négatif en Russie où l'indice boursier a baissé de 45,1 %. Pour le cas du Maroc, les indices MASI, MADEX et FTSE CSE Morocco 15 sont instables intra-annuel et inter-années, ils ont clôturé l'année 2014 par une performance, respectivement de 5,55 % ; 5,73 % et -0,02%, contre une baisse de 2,62 % ; 2,57 % et 8,29% en 2013. Sur la période 2002-2014, le MASI a connu quatre phases d'évolution. Une augmentation remarquable entre 2002 et 2007, puis une régression entre 2007 - 2009, une augmentation en 2010 puis une diminution de 2010-2013. L'analyse par secteur révèle que les indices des secteurs «Transport» et « Ingénieries et biens d'équipement industriels » ont enregistré les plus fortes performances annuelles durant l'année 2014, avec respectivement 48,33 % et 43,62 %. Les indices des secteurs de l'immobilier, des mines et des sociétés de financement ont affiché les plus fortes baisses annuelles, avec respectivement - 28,46 % ; - 15,91 % et -10,2%.

b) Evolution lente de la capitalisation boursière jugée faible

Puisque les indices boursiers sont calculés sur la base des cours des sociétés cotées, alors l'évolution de la capitalisation boursière suit celle de l'indice MASI. Cette capitalisation est passée de 451 milliards de dirhams au 31 décembre 2013 à 484 milliards de dirhams à fin 2014, enregistrant une progression de 7,3 % contre une hausse de 1,3 % au cours de l'année 2013. Il est à noter que cette capitalisation est faible, elle représente à peu près la moitié de l'actif comptable de la bourse SA, et un peu plus de l'actif immobilisé de Maroc télécom. Cette hausse est imputable principalement aux performances positives des secteurs banques, télécommunications et bâtiments et matériaux de construction, qui accaparent les plus grandes part avec 35,19%, 20,65% et 11,62% ce qui représente 67,4% de la capitalisation globale.

Tableau 3 : Evolution des volumes de transaction par catégorie (en milliards de Dirhams)



Source : Site de la bourse de Casablanca, www.casablanca-bourse.com

c) Faible volume des transactions et transaction en volume

Les transactions en volume sont plus importantes dans le marché actions que le marché obligation (tableau ci-après). De même, elles sont plus importantes dans le marché central que le marché de bloc. Le volume transactionnel global s'est établi à 49,8 milliards de dirhams en 2010, contre 62.14 en 2013, en enregistrant ainsi une baisse de 19,8%. La baisse continue du volume des transactions globales sur la bourse marocaine depuis 2010 est devenue un problème structurel qui mérite des investigations.

La baisse constatée depuis 2010 a touché aussi bien le marché actions que le marché obligations. Mais, c'est dans le marché central où la diminution est plus importante en comparaison avec le marché de bloc.

Tableau 3 : Evolution des volumes de transaction par catégorie (en millions de dirhams)

	2010	2011	2012	2013	2014
Volume actions					
1. Marché central	51 990	35 211	29 729	26 450	27 595
2. Marché de blocs	29 729	16 089	12 470	22 101	11 816
Total A = (1+2)	81 720	51 299	42 199	48 550	39 411
3. Introductions	837	516	27	1 000	1 527
4. Apports de titres	8 484	33 783	2 053	644	2 493
5. Offres publiques	10 445	5	177	45	675
6. Transferts	1 156	978	657	1 116	206
7. Augmentations de capital	6 231	7 379	7 469	3 707	425
Total B = (3+4+5+6+7)	27 155	42 559	10 353	6 008	4 926
I. Total volume actions (A+B)	108 874	93 858	52 552	54 558	44 336
Volume obligations					
8. Marché central	5 314	4 932	3 205	2 171	3 355
9. Marché de blocs	3 042	3 665	4 368	4 713	1 936
Total C = (8+9)	9 355	8 597	7 572	6 884	5 291
10. Emissions	1 593	899	910	700	184
11. Apports de titres	189	23	0	0	0
D. Total volume obligations	11 058	9 419	8 482	7 584	5 475
III. Total general	119 932	103 368	61 034	62 142	49 811

Source rapport annuel de CDVM p.19

d) Faible participation par type d'investisseur

La valeur des investissements étrangers en titres cotés a enregistré, au 31 décembre 2014, une hausse de 11,32 % par rapport à l'année précédente, passant de 136,99 à 152,5 milliards de dirhams. Cette augmentation est imputée à l'augmentation de l'indice MASI de 5,5% points. Toutefois, il est à noter que la contribution des investisseurs étrangers à la bourse marocaine reste très faible que ce soit en termes d'achat ou de vente. L'essentiel de l'investissement étranger en actions cotées est réalisé sous forme de participations stratégiques. L'autorité marocaine du marché des capitaux a conclu dans son rapport du 4^{ème} trimestre de 2015 sur le profil des investisseurs en bourse de Casablanca par « L'analyse du comportement des différentes catégories d'investisseurs fait ressortir que les personnes morales marocaines se sont positionnées en tant qu'acheteurs durant ce trimestre alors que toutes les autres catégories d'investisseurs se sont positionnées en tant que vendeurs. Ainsi, les achats des personnes morales marocaines sont supérieurs de 7% à leurs ventes tandis que les achats des investisseurs du réseau bancaire et des personnes physiques étrangères ne représentent que respectivement 20% et 64% de leurs ventes. Le volume échangé sur l'ensemble de l'année 2015 a enregistré une hausse de 2% par rapport à l'année précédente. La hausse des volumes est essentiellement relative à l'effet des PMM, dont le volume échangé a

augmenté de 13% à l'achat et de 5% à la vente. Pour les autres catégories d'investisseurs, sauf les PPE (+54%), une baisse sur les volumes achetés a été observée et elle varie de -5% pour les OPCVM à -23% pour les PPM. Concernant les volumes vendus, la hausse varie de +5% pour les OPCVM à +109% pour les PPE tandis que les baisses ont été enregistrées sur les opérations via les réseaux bancaires (-23%) et sur les PPM (-33%). L'analyse des différentes catégories d'investisseurs révèle que les PPM et les OPCVM se sont positionnés en tant qu'acheteurs en 2015 alors que les autres catégories d'investisseurs se sont positionnées en tant que vendeurs. Ainsi, les achats des personnes morales marocaines sont supérieurs de 9% à leurs ventes tandis que les achats des investisseurs du réseau bancaire et des personnes physiques étrangères ne représentent que respectivement 14% et 71% de leurs ventes, p 4 »³⁰.

I-4. Promotion d'appel public à l'épargne

L'appel public à l'épargne sous forme de dettes ou des fonds propres est une alternative au financement classique tel que le financement bancaire ou appel en fonds propres des actionnaires. L'appel public à l'épargne regroupe essentiellement les opérations sur titre de capital, les émissions des titres de créance et autres opérations financières. Les fonds levés sur le marché primaire sont en augmentation continue depuis 2009, ils totalisent 80,5 milliards de dirhams en 2014 contre 68,5 milliards de dirhams en 2013, soit une augmentation de 17,5%. Les fonds mobilisés par l'appel public à l'épargne sont dominés généralement par l'émission de certificat de dépôt, l'émission de billets de trésorerie et les emprunts obligataires. Par contre, les augmentations de capital et l'émission de bons de sociétés de financement sont moins importantes que les autres opérations (voir tableau ci-dessous).

³⁰ <http://www.ammc.ma/actualites/lammc-publie-les-statistiques-relatives-la-ventilation-des-transactions-par-categorie-din>

Tableau 4 : Evolution de l'appel public à l'épargne

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Augmentations de capital (1)	2 466,00	7 340,50	7 331,20	7 469,00	4 948,00	2 078,40
Introductions en bourse	—	—	218,2	—	1 000,00	1 127,00
Autres augmentations de capital	2 466,00	7 340,50	7 113,00	7 469,00	3 948,00	951,40
Emissions sur le marché à moyen et long terme (2)	35 121,00	60 363,00	62 849,00	60 839,00	53 508,00	67 191,60
Emprunts obligataires	8 150,00	11 446,00	10 624,00	9 350,00	1 250,00	11 746,70
Emissions de certificats de dépôt	20 826,00	42 857,00	44 575,00	45 904,00	52 218,00	47 512,70
Emissions de bons de sociétés de financement	6 145,00	6 050,00	7 649,70	5 585,00	40	7 932,20
Emissions sur le marché à court terme (3)	3 501,00	3 443,00	5 541,50	9 436,50	10 075,00	11 259,30
Emissions de billets de trésorerie	3 501,00	3 443,00	5 541,50	9 436,50	10 075,00	11 259,30
Cumul des APE sur le marché primaire (4)=(1)+(2)+(3)	41 088,00	71 146,50	75 721,70	77 744,50	68 531,00	80 529,30

Source : Rapport annuel de CDVM, 2014, p23

a) Opérations sur titre de capital

Elles portent sur les augmentations du capital et les introductions en bourse. En ce qui concerne les augmentations du capital, elles sont plus volumineuses que les fonds d'introduction (Voir tableau 4 ci-dessus). Durant l'année 2014, le marché boursier a connu 5 augmentations de capital qui ont été réservées à des catégories spécifiques d'investisseurs. Deux opérations en numéraires (Alliance et Colorado), deux fusions-absorptions (BMCI et SBM), et une conversion opérationnelle de dividende (CDM). Ces opérations ont totalisé 951,3 milliards de dirhams, soit une baisse de 75,9% par rapport à 2013. Pour les introductions en bourse, en 2014, la Bourse de Casablanca a enregistré une seule introduction (Résidences Dar Saada), à l'instar de l'année 2013 et une introduction en 2012 (Afric Indistire SA) contre 3 en 2011. Dar Saada a augmenté son capital de 20% ce qui a conclu le montant à 1,127 milliard de dirhams en 2014..

b) Emission de titre de créance

Le financement par émission de titres de créances enregistre une hausse de 23,4 % par rapport à 2014. Cette hausse est principalement liée à la forte augmentation des émissions obligataires, combinée à la légère augmentation des émissions de titres de créances négociables (+ 7 %). L'évolution des émissions de titres de créances négociables a été significativement impactée par la reprise des émissions de bons de sociétés de financement.

II. Le cadre incitatif de la bourse pour les PME et les grandes entreprises

Toujours dans le cadre du rôle de la bourse dans le financement de l'économie. On sait bien rendre compte que tous les efforts déployés pour vaincre les entreprises d'entrer en bourse sont restés vains. La bourse tend à lancé un programme innovant « ELITE »³¹, extrêmement intéressant, déjà lancé initialement par la bourse d'Italie qui est une filiale de la bourse de Londres. Le programme est destiné à accompagner les entreprises qui ne s'adressent pas à la bourse mais au marché des capitaux puisque le problème fondamental que nous avons au Maroc c'est le financement par le marché des capitaux qui est insuffisant. Ce programme s'étale sur trois phases :

1^{ère} phase, get ready i.e formation des dirigeants d'entreprises dans 6 modules répartis sur une année ceci commence par la stratégie de croissance d'entreprise, et par l'organisation cible et la gouvernance à mettre en place pour accompagner cette stratégie, en suite la construction d'un business plan.

2^{ème} phase, Get fit : Elle consiste à former les dirigeants en eco-système-communication pour qu'ils soumettent en ordre pour pouvoir faire appel plus tard au marché des capitaux. L'intérêt de l'éco-système, est non seulement la lisibilité des entreprises pour les membres de l'éco-système au Maroc mais également à l'échelle européen, puisque actuellement il y a 320 sociétés inscrites dans ce programme parmi lesquelles 6 ont récemment introduite en bourse en 2012. L'objet de ce programme est de financier la croissance des entreprises sans introduction en bourse.

3^{ème} phase Get value : Dans cette phase les entreprises sont exposés aux investisseurs en capital-risque, elles peuvent également émettre de la dette sur le marché à travers toute l'Europe et le Maroc aussi et par voie de conséquence peuvent probablement s'introduire en bourse.³² La bourse a reçu l'aval d'une première cohorte d'une quinzaine d'entreprises qui débiteront en avril 2016, une deuxième promotion en octobre 2016 et une troisième équipe plus tard.

III- Financement des entreprises par le marché bancaire marocain

III-1. : Structure du système bancaire et sa contribution à l'octroi des crédits

1- La composition du réseau bancaire marocain

A fin 2014, le nombre d'établissements de crédit et organismes assimilés agréés au Maroc s'est maintenu à 85 établissements, répartis entre 19 banques, 34 sociétés de financement, 6 banques offshores, 13 associations de micro-crédit, 10 sociétés intermédiaires en transfert de fonds, la Caisse de Dépôt et de Gestion

³¹-ELITE est un programme conçu pour aider les PME à préparer et à structurer la prochaine étape de leur croissance à travers l'accès à des opportunités de financement à long terme.

³²-Site www.elite.com

(CDG), la Caisse Centrale de Garantie (CCG) et le groupe CFG qui s'est converti au CFG Bank en octobre 2015³³.

A fin 2014, trois groupes bancaires marocains sont présents à l'étranger à travers 40 filiales bancaires détenues directement et indirectement et 15 succursales. Ces filiales disposent de près de 1.300 agences installées dans 22 pays africains et une dizaine de pays européens. Notons également que quatorze établissements de crédit, dont six banques, sont cotées à la bourse des valeurs de Casablanca, et leur capitalisation boursière s'élève à 35,2% en 2014 contre 34,58% en 2013 et 33,3% en 2012 de la capitalisation globale du marché. Par ailleurs, les banques empruntent sur les marchés pour réinjecter des liquidités dans l'économie, donc le marché alimente un financement non désintermédié. En effet, les établissements de crédits sont les principaux émetteurs sur le marché de la dette privée. En effet, 67% des montants émis via la dette privée entre 2007 et 2013 sont attribués aux banques. La dette privée des banques a connu une forte augmentation ces sept dernières années. La dynamique haussière s'explique notamment par les émissions de plus en plus importantes des établissements bancaires (le plus souvent sous forme de certificats de dépôt ou d'obligations). 51% des émissions d'obligations reviennent aux banques entre 2003 et 2013³⁴.

Plus l'économie d'un pays se développe, plus ces besoins en financement augmentent. Les investissements publics dans ce cas-là sont les garants de la croissance. L'économie marocaine a connu un fort développement ces dernières années, les conditions de la bourse semblent incapables de soutenir un tel développement. Par contre, le secteur bancaire a fourni beaucoup d'effort pour contribuer au financement de l'économie par 37% en 2012 sans aucune innovation. Il est apparent que le recours aux banques ne constitue pas une solution idéale si on considère les instruments de financement à l'international comme étant un mythe dans le monde des affaires. Aux Etats-Unis, les banques ne financent l'économie qu'à hauteur de 10% et à 28% en Europe occidentale. Ces pays optent pour d'autres instruments de financements plus efficaces et plus innovants tels que la titrisation, la dette privée etc. Au Maroc le tissu économique compte beaucoup sur le système bancaire alors que ce dernier a révélé son incapacité à soutenir l'économie dans son ensemble.

2- Les crédits accordés aux entreprises non financières ont légèrement repris

Les crédits à long et moyen terme accordés par les établissements bancaires se sont développés depuis la libéralisation des financements et des taux (intervenues en 1991) et la révision, par Bank Al Maghrib de ses modalités de réescomptes opérés en 1995. La crise économique et la concurrence interbancaire, obligent les banques à offrir de meilleures conditions de crédit, et ont eu des

³³-Rapport annuel de Bank AL- Maghreb sur la supervision bancaire, 2014.

³⁴-Etudes relatives au marché financier marocain www.cejefic-consulting.ma

répercussions importantes sur ces concours et ce, tant au niveau des bénéficiaires et des projets éligibles que des différents critères de financement. Avant la libéralisation du secteur bancaire, les crédits à moyen long terme directs étaient réservés principalement aux entreprises ayant une activité productive ou présentant un intérêt de clientèle important. Mais, aujourd'hui, on peut affirmer que les crédits bancaires à long et moyen terme concernent tous les secteurs d'activité : industrie, agro-industrie, mines, maritime, travaux publics, tourisme, transport, commerce, services... et ce, y compris les secteurs immobiliers et agricoles où les banques de dépôts se hasardaient rarement dans le passé.

Quant à l'évaluation de la contribution bancaire, le FMI a présenté un bilan de la ventilation des crédits bancaires par secteur et par branche d'activité sur la période 2008-2014. « Globalement, on y apprend que les pondérations n'ont pas beaucoup changé »³⁵ ceci constitue un bon signe de la santé financière du pays. Selon la même source, le rapport a décrit la situation comme suit : l'industrie ne représente que 18,5% de l'encours global, chose qui démontre les difficultés d'investissement dans ce secteur. Cependant, avec la multiplicité des chantiers relatifs aux centrales électriques, la branche électricité et gaz a doublé sa part dans l'encours des crédits et passe de 3,3% en 2008 à 6,1% en 2014. En revanche, la perte de vitesse du textile depuis quelques années a fortement impacté l'endettement qui est passé de 1,9% à 0,9%. Par ailleurs, et malgré les efforts du législatif, le secteur du tourisme n'absorbe que 2,7% du total des crédits accordés, en moyenne, sur toute la période. L'agriculture et en dépit du Plan Maroc Vert reste, quant à elle, aux alentours de 4% et le commerce à 6,5%. La publication estime que cette situation est le résultat de l'exigence des banques par rapport à l'octroi des crédits depuis quelques années. Cela peut paraître logique quand on apprend qu'en 2014 les créances en souffrance ont représenté près de 7% de l'encours global des crédits, soit 52,53 milliards de dirhams.

Pour sa part, Bank Al-Maghreb a avancé dans son rapport de 2014 les mêmes constatations mais avec plus ou moins de détail. Par objet de crédit, les trois premiers groupes bancaires au Maroc ont distribué 64% des crédits de trésorerie et à l'équipement, 65% des crédits immobiliers et 63% des facilités à la consommation. Les cinq premières banques ont disposé, quant à eux, d'une part de 83% pour les crédits de trésorerie et à l'équipement et de 81% pour les crédits immobiliers et à la consommation. L'encours brut des crédits a continué à s'accroître pour atteindre 761,3 milliards de dirhams en 2014, mais à un rythme nettement plus lent, soit près de 2% contre 3,6% une année auparavant et plus de 5% en 2012. Hors les opérations de pension avec la clientèle, de nature volatile, qui se sont repliées de 24%, la croissance des crédits ressortirait à peu près de 3%. Compte tenu de son ralentissement, l'encours global du crédit a dégagé un ratio de 82% du PIB, contre 83% un an auparavant.

³⁵ <http://www.le360.ma/fr/economie/lanalyse-du-fmi-concernant-les-credits-bancaires-au-maroc-38257>

Le financement des entreprises suit généralement les variations conjoncturelles, adoptant un comportement procyclique. Dans ce cadre, la légère reprise de la croissance de la valeur ajoutée non agricole a induit une reprise des crédits alloués aux entreprises non financières. Au terme de l'année 2014, les établissements de crédit ont octroyé un encours de 463 milliards de dirhams aux entreprises non financières, représentant 58% de l'ensemble des crédits, en hausse de près de 1,6%, après une baisse de 0,3% enregistrée une année auparavant. Cette reprise est attribuable surtout aux entreprises publiques dont l'encours a crû de près de 4,1% et, dans une moindre mesure, à celles relevant du secteur privé qui ont bénéficié d'un financement en hausse de 1,4% **Bank Al-Maghreb** (2014)). Les crédits bancaires aux entreprises sont paradoxaux avec la croissance économique du pays. Parallèlement à une croissance accrue, les crédits bancaires connaissent une stagnation. Cette situation revient d'une part à la faiblesse de la structure entrepreneuriale moyenne où le capital est éminemment familial et la volonté d'indépendance managériale domine ces structures. La nature de la structure de propriété permet à ces entreprises d'être fortement attachées aux banques aux quels cas ces derniers ne peuvent satisfaire leurs demandes à cause des contraintes légales et réglementaires et l'encadrement des crédits. D'autre part, les banques sont prudentes en raison du risque du non remboursement. L'encours des créances en souffrance détenues par les banques sur les entreprises non financières s'est accru de 20,6% à 35,8 milliards, soit un taux de risque de 8,7%, contre 7,3% en 2013. Cette moyenne couvre un taux de créances en souffrance estimé à 6% pour les grandes entreprises et à 13% pour les TPME **Bank Al-Maghreb** (2014). Ainsi, les sociétés de financement ont enregistré un encours de créances en souffrance sur les entreprises non financières de 4,1 milliards, s'inscrivant en hausse de 10,1%.

Dans le circuit économique, les TPME captent 36% du total des crédits bancaires aux entreprises en 2014 selon **Bank Al-Maghrib**. Cette part est restée relativement stable depuis 2012. Le poids des PME dans cet encours est, selon les banquiers, beaucoup plus important que celui des très petites entreprises. D'après la Banque mondiale, le Maroc arrive en tête des pays dont les banques financent le plus les PME dans la région Mena. Il est suivi par le Yémen avec un poids de 20%, le Liban (16%), la Tunisie (15%), la Jordanie (13%) et l'Égypte (5%). Mais au niveau mondial, certains pays dépassent de loin le Maroc. C'est le cas de la Corée du Sud avec une part de 70% des prêts aux entreprises dédiée au PME, de la Chine avec 63%, de l'Allemagne avec 50% et de la France avec 44%. La contribution des banques au financement des entreprises reste une controverse dont la solution pour son développement ou son ralentissement est spécifique au pays concerné.

Dans une étude effectuée par **Bank Al-Maghreb** auprès des banques pour justifier les conditions d'octroi de crédits et d'expliquer la légère montée non convaincante des crédits distribués par ces institutions, les meneurs d'enquête ont conclu qu'un assouplissement des critères d'octroi de crédit aux entreprises était favorable aussi bien aux grandes entreprises qu'aux très petites et PME. La concurrence entre les

banques, les perspectives de croissance au Maroc, la baisse de la garantie, la réduction de la marge bancaire sont autant des facteurs qui expliquent la situation en 2014. En outre, le durcissement de financement des entreprises immobilières s'est maintenu en raison des risques afférents à ce secteur.

III-2. Le ralentissement du crédit bancaire et contraintes de financement des banques

1- Les raisons du ralentissement du crédit bancaire.

Même si la concurrence s'est intensifiée dans le segment du crédit bancaire, ce dernier est en stagnation au cours de ces dernières années, son évolution est non seulement faible mais tourne au ralenti d'une année à l'autre. Les encours bancaires se sont établis à 784,2 milliards de DH à fin 2015, en hausse de 2,7% par rapport à 2014. C'est certes mieux que les 2,2% de progression enregistrés en 2014, mais c'est moins que les 3,9% de 2013, les 4,6% de 2012, les 10,6% de 2011 et les 30,4% de 2007.

Tableau 5 : Evolution des crédits bancaires depuis 2007

Années	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crédits bancaires	30.4%	24%	9.7%	7.7%	10.60%	4.6%	3.90%	2.20%	2.7%

L'encours des crédits aux entreprises non financières privées a reculé de 2,4% (337 milliards de DH) contre une progression de 3,1% en 2014. Même les crédits des entreprises non financières publiques ont baissé de 1%, et se stabilise à 34,8 milliards de DH, ils affichaient une hausse de près de 10% en 2013. Pour pouvoir renforcer et encourager la demande de crédit que l'économie a besoin, les autorités monétaires ont recouru à un abaissement à deux reprises consécutives en fin 2014 des taux directeurs de 3% à 2,75% puis à 2.5%. Malheureusement cette politique n'a pas abouti et n'a révélé aucun impact sur l'évolution du financement bancaire. Les explications rigoureuses de cette situation peuvent être imputées à la fois à l'offre et à la demande du crédit.

Du côté de la demande, le premier facteur explicatif est la conjoncture économique. Au cours des quatre dernières années, il y a eu un ralentissement de la croissance économique, en particulier la composante non agricole, et la consommation des ménages. Dans ce contexte, le financement bancaire ne peut que ralentir. Ainsi, La baisse du rythme de réalisation des grands projets d'infrastructures (autoroutes, ports, aéroports...), touristiques et immobiliers a limité la demande de crédit. Dans le secteur immobilier, la demande solvable est entièrement servie et par conséquent le marché immobilier est considéré comme saturé. En outre, les promoteurs immobiliers dont le cycle d'exploitation s'est allongé, ce qui induit un délai de renouvellement des crédits plus important.

Les facteurs propres à certains secteurs d'activité ou types d'entreprises contribuent aussi à l'explication des replis des crédits. Il s'agit de secteur de

distribution des produits pétroliers qui ont sensiblement réduit leur recours à l'endettement bancaire après la décompensation des hydrocarbures et la baisse des cours du pétrole à l'international. Ainsi, les banquiers croient au désendettement volontaire de certains grands groupes qui avaient emprunté massivement au cours des dernières années (Addoha, Résidences Dar Saada, Anouar Investissement...). Du côté de l'offre de crédit, les banquiers avancent diverses explications pour montrer qu'ils étaient contraints de répondre à des demandes considérées comme risquées. La première étant la surexposition sur certains secteurs (immobilier notamment) ou grands groupes, conformément aux règles prudentielles mises en place par Bank Al-Maghrib. La seconde explication est la baisse de la solvabilité des entreprises et l'allongement des délais de paiement inter-entreprises. «Les fondamentaux des entreprises se sont sensiblement dégradés. Leur rentabilité est en recul alors qu'en face leur endettement et charges financières deviennent insoutenables. Cette situation ne peut que réduire les scorings et donc les chances de décrocher un prêt», explique le chargé d'affaires d'une banque, la vie économique (15 Février 2016). Mais les entrepreneurs avancent une liste des contraintes qui expliquent l'accès de plus en plus difficile au crédit bancaires :

2- Les contraintes de financement bancaire

Les contraintes sont liées aux souffrances des entreprises de la non notation auprès des banques, élément nécessaire à l'amélioration de leurs fondamentaux. Elles dénoncent aussi la non-communication par les banques, surtout aux TPME, de la discrétion des motifs de rejet des dossiers de crédit.

Les chefs d'entreprises sondés affirment à l'unanimité que les banques demandent des garanties disproportionnées par rapport au crédit demandé pour se couvrir à 100% (hypothèque, caution personnelle, nantissement de fonds de commerce...) et demandent aussi des primes de risque dans les taux d'intérêt non justifiées ce qui fait augmenter la couverture contre le risque de crédit à plus de 100%.

La liste des contraintes que subissent les demandeurs de crédits est encore longue. On peut citer par exemple la lenteur dans le traitement des dossiers de prêts, l'asymétrie d'information par rapport aux différents produits et services bancaires, l'inexistence de produits adaptés à certains secteurs ou types d'entreprises. Le manque d'accompagnement et d'assistance des banques. Une TPME ne peut accéder au siège ou aux centres d'affaires de la même manière que les grands groupes et les PME de taille importante. Or, avec des agences bancaires qui fonctionnent avec trois personnes, comment peut-on à la fois se charger des opérations courantes et assurer du conseil et de l'accompagnement aux clients? Comment peut-on construire une relation de confiance durable avec un chargé de clientèle si ce dernier change d'agence tous les six mois ? Il y a un réel problème au niveau des ressources humaines des banques qu'il est urgent de résoudre. Vu tous ces problèmes et contraintes, il est clair que la création d'une commission par les banques et les entreprises était plus que nécessaire pour tenter de trouver des

solutions et faciliter l'accès au crédit. L'Etat en tant que client des entreprises et pouvoir exécutif a aussi un rôle à jouer pour permettre de relancer la machine du crédit.

Conclusion :

L'économie marocaine est après, le Qatar en tête des pays de la région Moyen-Orient Afrique du nord, en matière de croissance, selon les toutes dernières prévisions du FMI. Le Maroc a jouit en 2015 d'une croissance dynamique de 4,9%, en progression par rapport à 2014. Cette croissance devrait s'accélérer à 5% en 2016. Cette opportunité qui s'offre au Maroc souffre d'un manque de financement en raison de la situation du marché financier défavorable et d'un système bancaire fragile incapable de satisfaire à lui seul le besoin de l'économie. La bourse des valeurs de Casablanca est inscrite sur la trajectoire des faibles bourses de la région. Elle souffre depuis 2007 d'un certain nombre de problèmes qui ont limités son rôle de financement de l'économie à un organisme de placement et de spéculation. Les contraintes soulevées sont essentiellement le manque de liquidité et l'insuffisance du flottant. Par voie de conséquence, la bourse est induite dans un faible volume de transaction et de transaction en volume. Le manque de confiance et la transparence ont fait preuve de l'acceptation de l'introduction de 500 entreprises qui satisfont actuellement les conditions de la cotation. Cette situation a aggravé aussi bien la capitalisation boursière que des indices boursiers. Dans un contexte de manque de liquidité de la dette souveraine, la dette privée par l'émission d'obligation offre un fort potentiel de croissance, elle a connu une augmentation ces dernières années sans atteindre le niveau souhaité. L'encours total des obligations s'est élevé à 95,3 milliards de dirhams à fin décembre 2014, soit une appréciation de 9,5 % par rapport à l'encours en début d'année (86,9 milliards de dirhams). Les banques accaparent la part la plus importante de l'encours global dans le but d'injecter la liquidité dans l'économie. Pour faire face à un financement très limité de la bourse, les autorités monétaires déploient leurs efforts dans le secteur bancaire qui demeure la source de financement privilégié des emprunteurs après l'autofinancement. En effet, en raison de leurs structures, les entreprises marocaines et plus particulièrement les PME ont une certaine frilosité d'accéder aux autres modes de financements disponibles notamment le recours au marché des capitaux. Le secteur bancaire joue, ainsi, un rôle prépondérant dans l'économie. Il a connu diverses réformes qui en font aujourd'hui un système moderne, adapté aux besoins de la société comme à ceux des entreprises. Le recours aux crédits bancaires s'est traduit par une hausse conséquente de leur part dans le PIB qui a presque doublé sur la période 2003-2008, mais à partir de cette date le système bancaire marocain souffrait de sous-liquidité en relation notamment avec un contexte international défavorable ce qui s'est traduit par un ralentissement voire même une stagnation du rythme annuel d'évolution du crédit bancaire. Il est apparent que les crédits bancaires sont favorables essentiellement aux grandes

entreprises et très peu aux PME, alors que les très petites entreprises sont généralement marginalisées. Dans ces conditions défavorables, les entreprises trouvent des difficultés à rembourser ce qui aboutit à des taux des créances en souffrance considérables. Pour se protéger des risques des crédits les banques imposent des règles prudentielles strictes et n'acceptent que les demandes sans risque avec les conditions d'un maximum de garanties et des primes de risque.

Le système financier marocain fait face aujourd'hui à de nombreux challenges: manque de liquidité, aversion au risque de crédit de la part des investisseurs et faible dynamique du marché obligataire coté.