



# Capital Investissement au Maroc Guide Investisseurs Institutionnels





# Sommaire



<b>Acronymes et sigles</b> .....	2
<b>Avant-propos</b> .....	3
<b>Introduction</b> .....	4
<b>Capital Investissement : généralités</b> .....	5
■ Définition .....	5
■ Différentes formes d'investissement .....	5
■ Cycle de vie d'un fonds de Capital Investissement .....	7
■ Montants levés et investis .....	8
■ Flux d'une opération de Capital Investissement .....	8
■ Performance du Capital Investissement .....	8
■ Comparaison avec les autres classes d'actifs .....	10
<b>Marché marocain du Capital Investissement</b> .....	11
■ Aperçu de l'industrie .....	11
■ Principaux acteurs .....	12
■ Taille du marché .....	12
■ Spécificités du marché .....	14
■ Véhicules d'investissement .....	15
■ Fiscalité des investisseurs .....	18
■ Performance au Maroc .....	18
<b>Pourquoi investir au Maroc?</b> .....	19
■ Des fondamentaux économiques forts et stables .....	19
■ L'accès à un marché de plus d'un milliard de consommateurs .....	19
■ Des stratégies sectorielles ambitieuses .....	20
■ Un environnement des affaires favorable .....	20
■ Compétitivité des coûts .....	20
■ Infrastructures aux standards internationaux .....	21
■ Liberté du droit d'établissement pour les investisseurs étrangers .....	22
<b>Etapes de la prise de participation en capital</b> .....	23
■ Stratégie d'investissement .....	23
■ Modes d'investissement .....	25
■ Choix des gestionnaires de fonds .....	28
■ Rôle stratégique du gestionnaire de fonds .....	29
■ Documents contractuels .....	30
<b>Facteurs de réussite des investissements en capital</b> .....	31
■ Transparence interne .....	31
■ Contrôle externe .....	31
■ Rôle de l'AMIC .....	33
<b>Annexe I : Liste des sociétés de gestion et fonds gérés</b> .....	34
<b>Annexe II : Bibliographie</b> .....	35
<b>Partenaires associés à l'étude</b> .....	36

# Acronymes et sigles



<b>AFIC</b>	Association Française des Investisseurs en Capital
<b>AMDI</b>	Agence Marocaine de Développement des Investissements
<b>AMIC</b>	Association Marocaine des Investisseurs en Capital
<b>AMMC</b>	Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (ex-CDVM)
<b>BEI</b>	Banque Européenne d'Investissement
<b>BVCA</b>	British Venture Capital Association
<b>CFC</b>	Casa Finance City
<b>Carried Interest</b>	Intéressement revenant aux équipes des sociétés de gestion calculé sur la base des produits et des plus-values d'un fonds de Capital Investissement
<b>CNUCED</b>	Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement
<b>CDVM</b>	Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières
<b>EVCA</b>	European Venture Capital Association
<b>FCPR</b>	Fonds Commun de Placement en Capital Risque
<b>FMO</b>	Banque de Développement des Pays-Bas
<b>GP</b>	General Partner
<b>LBO</b>	Leveraged Buy Out
<b>LP</b>	Limited Partnership
<b>OPCR</b>	Organisme de Placement en Capital Risque
<b>OPCVM</b>	Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
<b>PROPARCO</b>	Promotion et Participation pour la Coopération économique
<b>SA</b>	Société Anonyme
<b>SARL</b>	Société à Responsabilité Limitée
<b>SAS</b>	Société par Actions Simplifiée
<b>SCA</b>	Société en Commandite par Actions
<b>SCR</b>	Société de Capital Risque
<b>SFI</b>	Société Financière d'Investissement
<b>SICAV</b>	Société d'Investissement à Capital Variable
<b>TRI</b>	Taux de Rendement Interne

# Avant-propos



Ce guide a été préparé par la Conférence des Nations Unies pour le Commerce et le Développement (CNUCED) dans le cadre d'un projet d'assistance technique au Maroc mis en œuvre par le Programme Assurance en coopération avec l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital (AMIC).

La CNUCED a pour objectif, entre autres, de contribuer à améliorer la croissance et le développement du secteur des services financiers et assurantiels des pays en voie de développement et, tout particulièrement, des pays africains. Elle vise à créer un environnement économique favorable notamment en promouvant le secteur de l'assurance pour son action sur le renforcement des marchés financiers des pays en développement et sur la répartition des risques.

L'AMIC est une association professionnelle indépendante qui a pour vocation de fédérer, représenter et promouvoir la profession du Capital Investissement auprès des investisseurs institutionnels, des entrepreneurs et des pouvoirs publics. Dans cette optique, l'association propose des formations, collecte des données statistiques et financières et mène des analyses et études de marché qu'elle diffuse auprès de ses membres et des investisseurs. L'AMIC a, par ailleurs, mis en place un Code déontologique afin de veiller au respect de la réglementation en vigueur et la généralisation des bonnes pratiques à tous ses membres.

En 2008, le soutien financier du gouvernement espagnol au Programme Assurance de la CNUCED a permis la mise en œuvre d'un projet d'assistance technique visant le renforcement des capacités et l'amélioration de l'accès des PME marocaines à l'assurance et au financement en vue de développer leur compétitivité et renforcer leur développement.

L'avant-projet de ce guide a principalement été réalisé par Melle Stéphanie Billard du cabinet Fidaroc Grant Thornton (Casablanca) en coopération avec l'équipe du Programme Assurance, dirigée par M. Dezider Stefunko, comprenant G. Chapelier, A. Chatillon, M. Stanovic, et sous l'orientation générale de T. Krylova.

Ce projet a été valorisé par les commentaires avisés et remarques pertinentes de F. Giraudon de l'AMIC.

Le support administratif a été assuré par N. Eulaerts.

Le texte de cette publication peut être cité ou réimprimé sans autorisation sous réserve qu'il soit fait mention de la source.

Nous souhaitons particulièrement remercier l'Espagne pour son soutien financier.

# Introduction



L'économie du Maroc se développe rapidement en raison de son ouverture croissante aux marchés mondiaux et à l'élaboration de stratégies publiques de soutien au développement de l'agriculture, de l'industrie et des services. Dans les années 2000, le taux de croissance annuel moyen (TCAM) du PIB marocain s'est élevé à 4 %. Si la crise financière a ralenti ce rythme de croissance en 2009 et 2010, la dynamique créée par les politiques de soutien aux secteurs clés de l'économie rassure les investisseurs et contribue au maintien d'un niveau de croissance supérieure à la moyenne régionale.

Les investisseurs institutionnels\* chargés de la collecte et de la gestion de l'épargne des ménages contribuent fortement à la croissance des économies développées et émergentes grâce à leur place prépondérante sur les marchés internationaux des capitaux.

A l'échelle internationale, les fonds alloués par les investisseurs institutionnels au Capital Investissement apportent aux entreprises cotées et non cotées les financements nécessaires à leur croissance. Le volume de l'épargne géré par les investisseurs institutionnels atteignait à fin 2006, environ 62 000 milliards de dollars dans le monde. Une part croissante de ces ressources est allouée au marché du Capital Investissement. A titre d'exemple et d'après une enquête de Prequin Investor, près de 70% des compagnies d'assurance à travers le monde ont alloué jusqu'à 40% de leurs portefeuilles d'actifs au Capital Investissement en 2010.

En effet, l'industrie du Capital Investissement présente pour les investisseurs institutionnels un intérêt particulier en raison de la nature, des spécificités et des performances de l'activité. Cette classe d'actifs intervient tout au long de l'existence d'une entreprise (démarrage, développement, transmission) et participe conformément aux règles de bonne gouvernance à la mise en place d'une gestion transparente, rigoureuse et performante des sociétés investies.

Au Maroc, le Capital Investissement est encore jeune et pleinement tributaire de l'évolution de l'environnement économique national et international. La part des investisseurs étrangers dans les fonds levés destinés à l'investissement dans les entreprises marocaines a fortement progressé et atteint actuellement plus de 57%. Cet intérêt s'explique par le rôle croissant de cette industrie dynamique dans l'accompagnement et le soutien des petites et moyennes entreprises (PME) ainsi que dans la mise en place et le développement d'infrastructures modernes et intégrées. Par ailleurs, nombre d'entreprises créées dans les années 1970 doivent actuellement faire face aux problématiques liées à la transmission. Ces entreprises, généralement à caractère familial, présentent un potentiel de croissance intéressant pour les investisseurs en capital. Enfin, la dynamique de croissance devrait également être encouragée par les mesures publiques de soutien à l'innovation et le développement de la place financière casablancaise grâce au projet «Casablanca Finance City».

Elaboré à la demande de l'association Marocaine des Investisseurs en Capital (AMIC) et réalisé par le cabinet Fidaroc Grant Thornton, ce guide s'adresse aux investisseurs institutionnels locaux et internationaux intéressés par le Capital Investissement et, plus particulièrement, par le marché marocain. Il contient les principes et les règles pratiques permettant de mieux aborder cette industrie et a pour ambition de faciliter la compréhension des mécanismes du Capital Investissement afin d'éclairer les investisseurs institutionnels dans leur prise de décision.

\*Les investisseurs institutionnels sont des organismes capables de collecter des fonds importants et de les investir en actions dans des sociétés, dans l'immobilier ou dans d'autres classes d'actifs. Les investisseurs institutionnels désignent généralement les banques, les compagnies d'assurance, les mutuelles, les fonds de pension, les sociétés d'investissement, les caisses de retraite, les fonds communs de placement, les OPCVM et SICAV. Les investisseurs institutionnels sont souvent considérés comme des actionnaires à long terme.

# Capital Investissement : généralités



## ■ Définition

La définition du Capital Investissement la plus couramment utilisée en Europe est la suivante :

«Activité financière consistant à effectuer une prise de participation pour une durée déterminée sous forme de capital, de titres de créances convertibles ou non ainsi qu'en avances en comptes courants d'associés dans des entreprises non cotées. Le Capital Investissement est un soutien fondamental de l'entreprise non cotée tout au long de son existence. Il finance le démarrage, le développement, la transmission ou l'acquisition de cette entreprise».

On utilise parfois indifféremment les termes «Capital Risque» (traduction de l'anglais «venture capital») et «Capital Investissement». Bien que tout investissement en capital dans une entreprise comporte un risque important, il semble plus judicieux de distinguer ces deux notions. L'expression «Capital Investissement» sera utilisée comme terme générique alors que les termes «Capital Risque» seront réservés au financement des entreprises en création.

## ■ Différentes formes d'investissement

Le Capital Investissement se décline sous plusieurs formes liées à la phase de développement de l'entreprise investie :

- Capital Amorçage
- Capital Risque
- Capital Développement
- Capital Transmission
- Capital Retournement

### Capital Amorçage - Seed Capital

Les investisseurs en Capital Amorçage apportent du capital ainsi que leurs réseaux et expériences à des projets entrepreneuriaux qui n'en sont encore qu'au stade de Recherche & Développement.

### Capital Risque - Venture Capital

Les investisseurs apportent un financement en fonds propres ou quasi fonds propres dans des entreprises en création ou en phase de démarrage de l'activité. Selon la maturité du projet à financer, le Capital Risque se subdivise comme suit :

- La Création finance le démarrage de l'activité de l'entreprise
- La Post-Création intervient lorsque l'entreprise a déjà achevé le développement d'un produit et a besoin de capitaux pour démarrer la production et la commercialisation.



# Capital Investissement : généralités

## Capital Développement - Growth ou Expansion Capital

Les investisseurs apportent un financement en fonds propres ou quasi-fonds propres, en général minoritaire, destiné à financer le développement d'une entreprise ou le rachat de positions d'actionnaires. A ce stade, l'entreprise partenaire est généralement une société arrivée à maturité qui a atteint son seuil de rentabilité et présente des perspectives de croissance importantes.

Cette opération vise à accompagner le dirigeant dans le financement de la croissance organique et externe de l'entreprise avec un objectif de création de valeur et de liquidité à moyen terme.

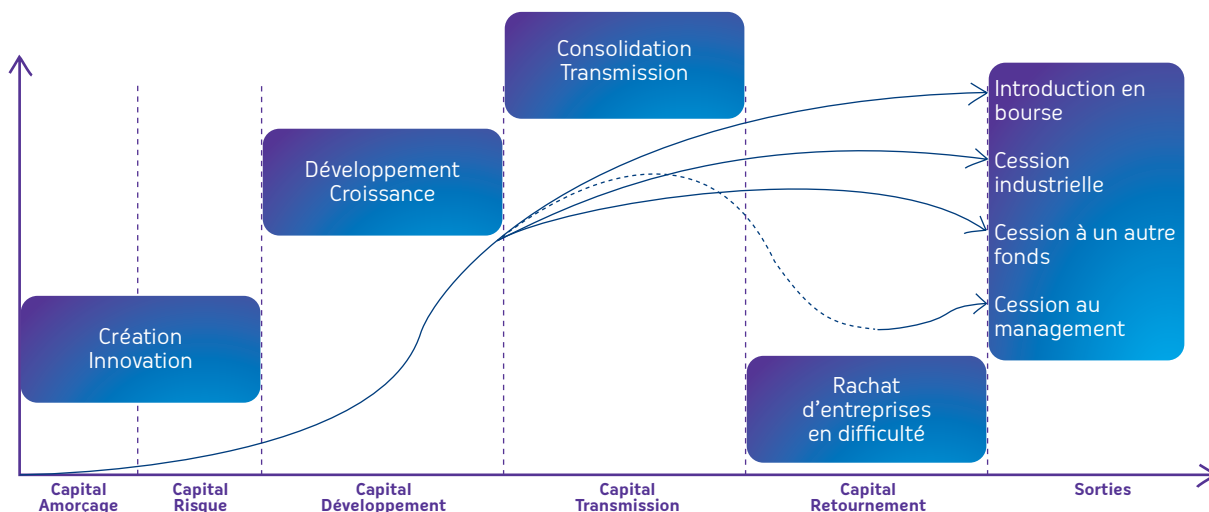
## Capital Transmission - Buy Out

Les opérations de Capital Transmission consistent à acquérir la majorité du capital d'une entreprise à maturité grâce à une combinaison de capitaux et de financements bancaires (dette structurée). Les opérations les plus connues sont celles avec effet de levier ou LBO (Leveraged Buy-Out). Elles permettent à un dirigeant associé à un fonds de Capital Investissement de transmettre son entreprise ou, plus généralement, de préparer sa succession en cédant son entreprise en plusieurs étapes.

## Capital Retournement - Turnaround

Les investisseurs apportent un financement en fonds propres à des entreprises en difficulté. Grâce à ce mode de financement, l'investisseur donne aux dirigeants l'opportunité et les moyens de mettre en place des mesures de redressement de l'activité pour permettre le retour aux bénéfices.

Capital Investissement et cycle de vie d'une entreprise



Source : Federal Finance, filiale du Crédit Mutuel

A chaque stade d'investissement correspond un niveau de développement de l'entreprise. Quel que soit le stade d'investissement, il existe différents types de sorties possibles.

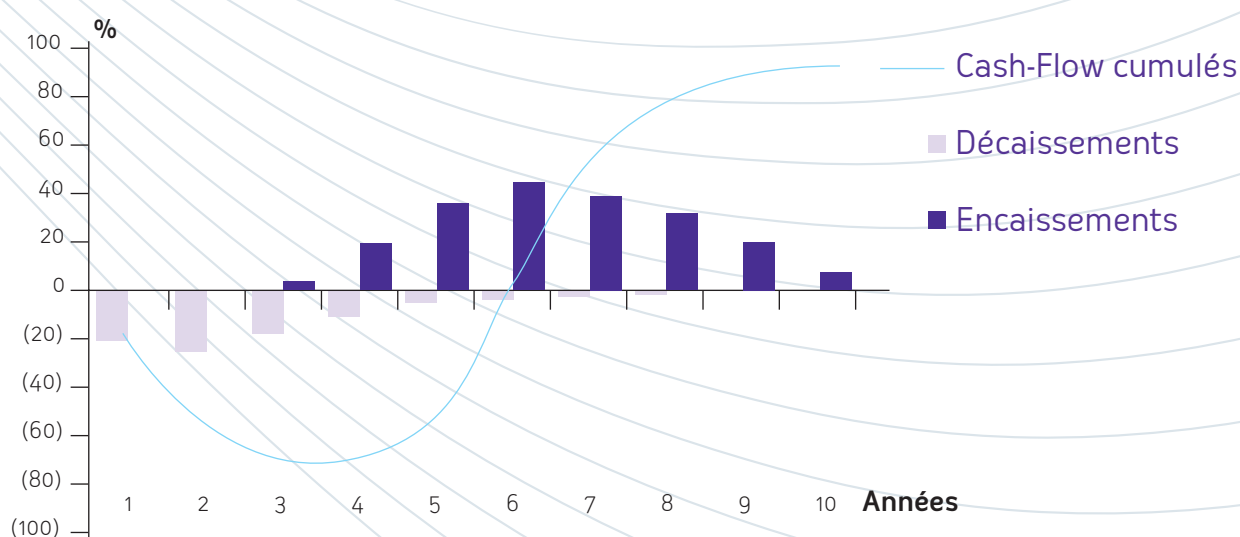


## ■ Cycle de vie d'un fonds de Capital Investissement

Le cycle de vie type d'un fonds de Capital Investissement comporte 3 phases :

- La **phase d'investissement**, de la première à la quatrième ou cinquième année, correspond à la période au cours de laquelle le capital est appelé et investi dans les entreprises ciblées.
- La **phase de développement**, de la troisième à la huitième année, les investissements initiaux arrivent à maturité et les premières sorties se réalisent. Les investisseurs commencent à être rémunérés et certains investissements complémentaires sont effectués.
- La **phase de liquidation**, à partir de la huitième année, pendant laquelle les derniers investissements sont liquidés.

En fonction de ces phases, la valeur liquidative des participations suit une courbe en J et atteint son maximum au terme de la durée de vie du fonds. Durant les premières années, la courbe traduit une faible rentabilité du fonds d'investissement correspondant à la phase d'investissement. Ce n'est qu'à partir de la troisième et la quatrième année que la courbe se redresse et que le fonds devient de plus en plus rentable.



Source : EVCA Why and How to Invest in Private Equity

Le cash flow est la différence entre les recettes (encaissements) et les dépenses (décaissements) générées par l'activité d'un fonds d'investissement à un instant t.

Les cash flow cumulés calculent cette différence sur une période donnée.

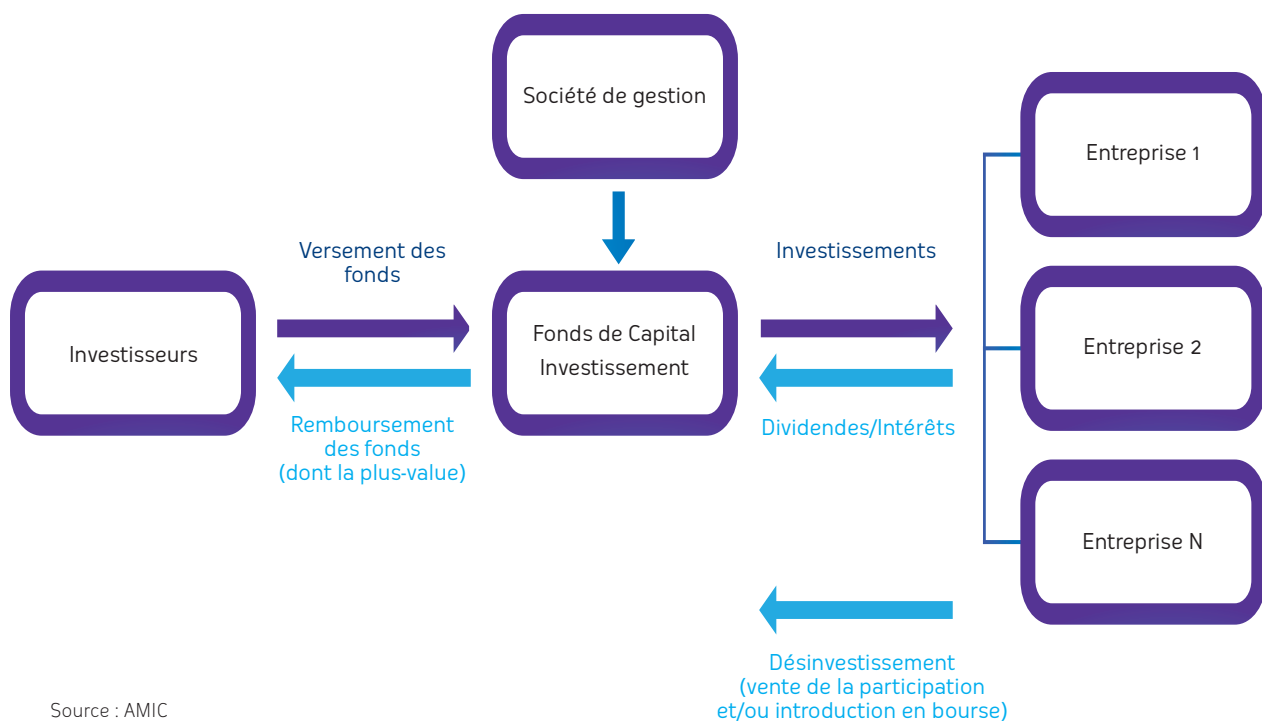
### ■ Montants levés et investis

Les **montants levés** représentent les sommes que les investisseurs institutionnels s'engagent à verser aux fonds d'investissement. Ces apports financiers sont généralement alloués pour une période de 10 à 12 ans qui correspond à la durée de vie des fonds.

Les contributions financières des investisseurs sont appelées au fur et à mesure des opportunités d'investissement identifiées par la société de gestion.

Les **montants investis** représentent les sommes versées par les fonds d'investissement aux entreprises investies.

### ■ Flux d'une opération de Capital Investissement



Source : AMIC

### ■ Performance du Capital Investissement

Deux indicateurs principaux permettent de mesurer la performance :

- Le Taux de Rendement Interne (TRI)
- Le Multiple

Le TRI permet d'obtenir le résultat rapporté au temps. Le Multiple renseigne sur le résultat en valeur absolue.

### Taux de Rendement Interne (TRI)

La mesure de la performance par l'utilisation de la méthode du TRI permet d'évaluer le retour sur investissement par ligne de participation et par fonds.

### TRI Brut

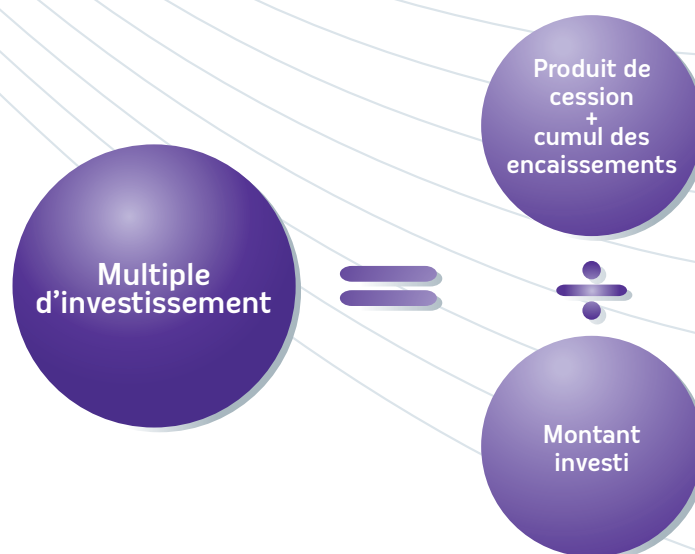
Le TRI brut est établi sur la base de la performance réalisée ou estimée des lignes du portefeuille à partir des encaissements et des décaissements du fonds. Le TRI est calculé selon la méthode de la valeur actualisée des investissements.

### TRI Net

Le TRI net tient compte de l'ensemble des flux inhérents à l'activité du Capital Investissement notamment les frais de gestion fixes et variables (Carried Interest) ainsi que de l'imposition appliquée aux fonds non constitués en OPCR.

### Multiple

Le Multiple d'investissement est calculé en rapportant la valeur de cession d'une ligne de portefeuille (majorée du cumul des encaissements) à sa valeur d'acquisition. Le Multiple étendu à toutes les lignes du portefeuille permet d'obtenir un multiple sur investissements du fonds (en valeur absolue).



### ■ Comparaison avec les autres classes d'actifs

Dans la constitution d'un portefeuille d'investissements, certains investisseurs institutionnels estiment que la rentabilité à long terme des fonds d'investissement serait plus intéressante que les placements en actions cotées et en obligations. Plusieurs études à ce sujet (JP Morgan, Morgan Stanley, HSBC, etc.) démontrent que sur le long terme la performance du Capital Investissement se vérifie.

La réalisation d'investissements en capital dans des entreprises non cotées permet aux investisseurs institutionnels d'être peu exposés aux fluctuations des marchés boursiers. L'investissement est ainsi moins vulnérable aux changements conjoncturels.

A ce jour, il n'existe aucun indice de référence du Capital Investissement qui permette de comparer les performances des différentes classes d'actifs sur la base d'une même grille d'évaluation. Il convient juste de préciser que le TRI constitue l'indicateur de référence dans le Capital Investissement .

# Marché marocain du Capital Investissement



## ■ Aperçu de l'industrie

### Evolution

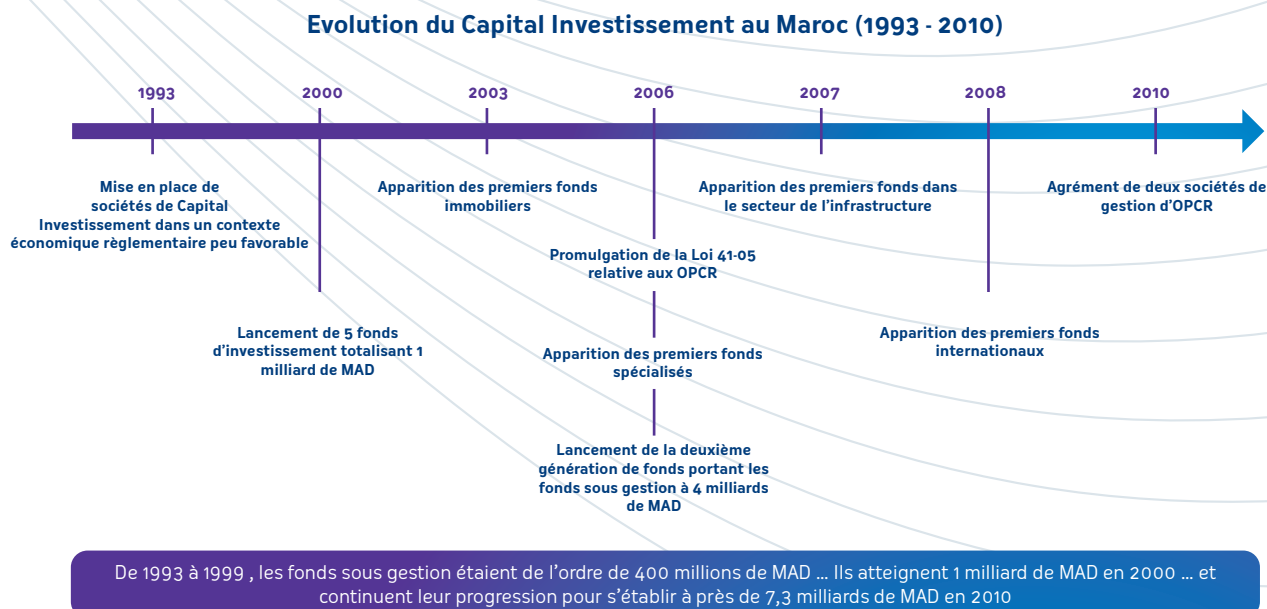
Activité relativement récente, le Capital Investissement n'apparaît au Maroc qu'au début des années 90 et ne sera réellement opérationnel qu'en 1993 avec la création de la société de gestion Moussahama, pionnière de l'industrie marocaine et filiale de la Banque Centrale Populaire.

Pendant longtemps, Moussahama fut le seul opérateur du marché. Les autres fonds d'investissement ne verront en effet le jour qu'à partir de l'an 2000, année de création de l'AMIC, fondée à l'initiative de quatre opérateurs : Capital Invest, Casablanca Finance Capital, Moussahama et Upline. Aujourd'hui, l'AMIC regroupe la majorité des investisseurs en capital marocain.

Le dynamisme du secteur va amener l'Etat à participer activement au développement de l'investissement en capital à travers la Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG). Compte tenu de son double rôle d'investisseur financier qui cherche la meilleure performance pour les fonds qu'elle gère et d'institution destinée à appuyer le développement et la modernisation du tissu économique marocain, la CDG a fait de ce métier un axe important de sa politique d'investissement.

Les établissements bancaires ont également été séduits par le potentiel de développement de l'activité et ont créé leurs propres fonds d'investissement.

En moins de 15 ans, les montants levés cumulés par l'industrie marocaine du Capital Investissement sont ainsi passés de 400 millions de MAD à plus de 7 milliards de MAD.



Source : AMIC

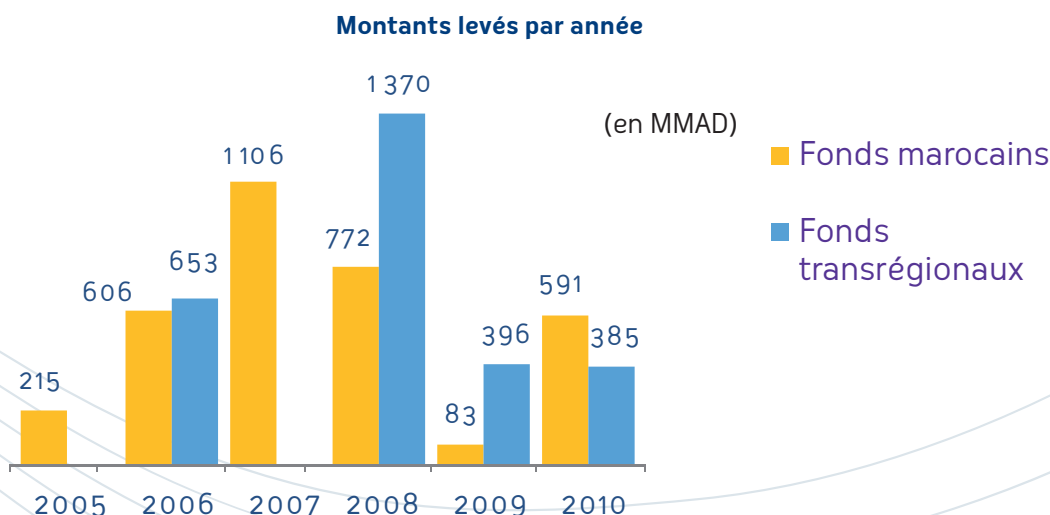
## ■ Principaux acteurs

- **Les investisseurs institutionnels** détiennent des ressources à long terme et gèrent des actifs dans le but de les faire fructifier. Au Maroc, il s'agit principalement :
  - des institutions financières à savoir banques (ATTIJARIWAFABANK, BCP, BMCE, NATEXIS, CIC), sociétés de gestion d'actifs (CDG Capital, BMCE Capital) et compagnies d'assurances (CNIA, WAFA ASSURANCE, AXA)
  - des organismes de développement internationaux tels que (BEI, PROPARGO, SFI, FMO et autres)
  - des holding privés (Mutandis, SNI)
  - des caisses de dépôt (CDC)
  - des autres institutions financières tels les caisses de retraite (CIMR, CMR), les mutuelles (MAMDA-MCMA, CNOPS), les fonds de fonds et les sociétés d'investissement (Cf. Annexe I)
- **Les sociétés de gestion** exercent l'intermédiation. Elles prospectent les sociétés cibles, étudient les projets de ces dernières et y investissent, le cas échéant, les capitaux confiés par les investisseurs en capital. Leur présence est indispensable du fait du niveau de risque élevé que revêt ce type de financement ce qui nécessite des études préalables approfondies ainsi que des niveaux de compétence et d'expertise élevés.  
Au Maroc, elles sont au nombre de 20 à fin 2010 (Cf. Annexe I).
- **Les entrepreneurs** sont les chefs d'entreprises en quête de financement afin d'assurer la croissance de leur activité.
- **Les acheteurs** sont les nouveaux entrants après la sortie des investisseurs en capital; il peut s'agir d'industriels, de managers de l'entreprise, du marché financier en cas d'introduction en bourse ou même d'un ou plusieurs autre(s) fonds d'investissement spécialisé(s) dans un autre segment de Capital Investissement.

## ■ Taille du marché

La part du Capital Investissement dans l'économie marocaine reste encore marginale. Cependant, le potentiel de développement de cette industrie est très important et peut atteindre voire dépasser à moyen terme le seuil des 10 milliards de MAD au vu de la croissance économique locale et régionale d'une part, et de la participation des fonds d'investissement aux différentes étapes du cycle de vie d'une entreprise d'autre part. Dans une conjoncture économique où les besoins de financement en fonds propres sont de plus en plus importants, le Capital Investissement est également appelé à servir de courroie de transmission entre l'épargne publique et le financement de la croissance économique.

A fin 2010, le montant cumulé des capitaux levés totalise 7,29 milliards de MAD dont près de 3 milliards levés par des fonds transrégionaux.

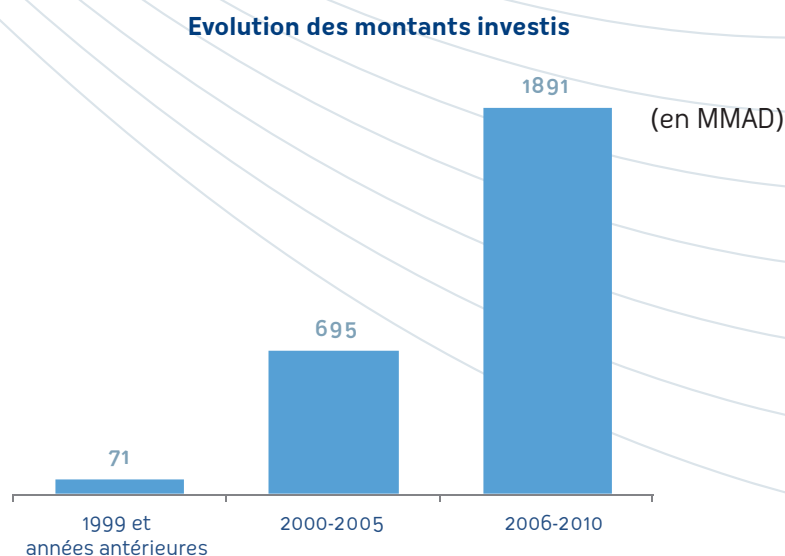


Source : AMIC

Depuis 2006, on constate l'apparition de fonds transrégionaux qui ont un siège au Maroc mais dont les visées d'investissement concernent aussi bien le Maroc, le Maghreb et/ou l'Afrique. Les montants levés par ces fonds d'investissement présentés dans le graphique concernent la partie dédiée au Maroc.

Après un certain recul en 2009 dû à la crise internationale, la collecte de fonds s'élève à 976 MMAD en 2010, ce qui dénote d'une bonne reprise de l'activité du Capital Investissement au Maroc.

Le montant des investissements cumulés à fin 2010 atteint 2,6 milliards de MAD.



Source : AMIC

L'année 2010 a enregistré une forte reprise des investissements avec **665 MAD** investis.



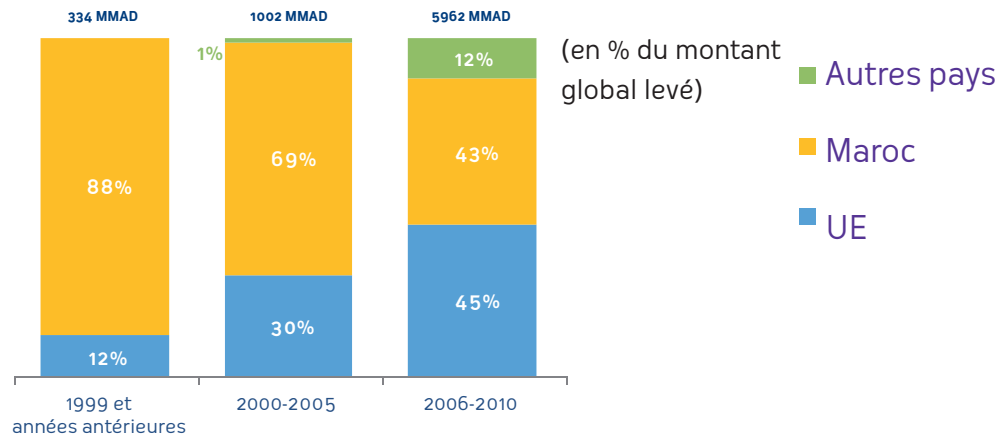
Le différentiel entre les montants levés et les montants investis s'explique notamment par les éléments suivants :

- Les fonds levés sont investis sur une période d'environ 5 ans, la comparaison doit donc s'effectuer avec un décalage approximatif de 5 ans
- Une partie importante des montants levés par des fonds transrégionaux ne sont pas exclusivement dédiés au Maroc
- Les effets des variations des taux de change
- Une partie des fonds est gardée disponible pour le suivi des participations (réinvestissements)

## ■ Spécificités du marché

- La part des institutions financières (y compris des compagnies d'assurance) progresse en termes de levées depuis 2006
- La part des investisseurs étrangers a fortement progressé depuis les débuts de l'activité de Capital Investissement au Maroc. Elle représente aujourd'hui 57% des fonds levés

### Répartition des capitaux levés par nationalité des investisseurs

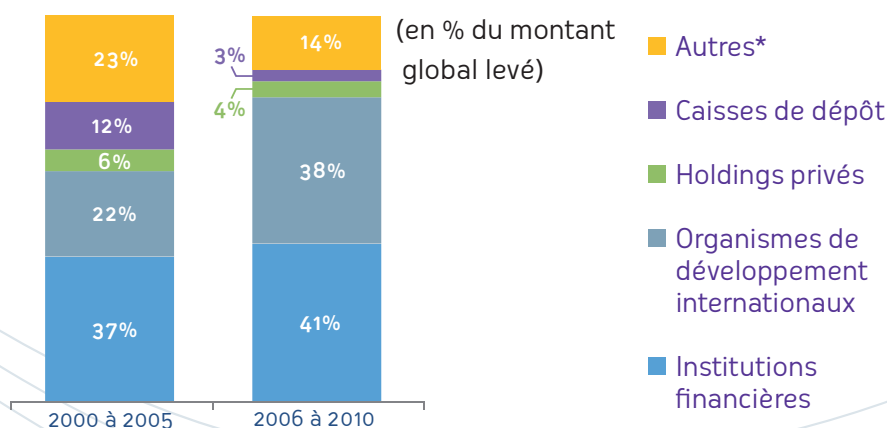


Source : AMIC

La professionnalisation du secteur ainsi que la croissance économique et la stabilité politique contribuent largement à accroître l'attractivité du Maroc pour les investisseurs étrangers.

- La part des organismes de développement internationaux dans les capitaux levés enregistre une forte progression (+16 points) sur la période 2006/2010 par rapport à 2000/2005

### Répartition des capitaux levés par type d'investisseur



Source : AMIC

\*«Autres» : organismes gouvernementaux locaux, personnes physiques, Offices marocains (Office Chérifien des Phosphates, etc.), caisses de retraite, fonds de fonds, mutuelles et sociétés d'investissement.

- Les régions et les secteurs investis par les fonds se diversifient progressivement
- Les fonds sectoriels - en particulier dans les secteurs de l'agriculture, de l'agroalimentaire, de la santé et des NTIC - se multiplient
- La durée moyenne d'accompagnement des entreprises désinvesties à fin 2010 est de quatre ans et demi
- Le mode de gouvernance et l'organisation des entreprises investies s'améliorent notablement dès lors qu'un fonds d'investissement entre dans le capital

## ■ Véhicules d'investissement

Les structures juridiques adoptées par les fonds d'investissement appartiennent à une des deux catégories suivantes :

- Véhicules classiques
- Organismes de Placement en Capital Risque (OPCR)

### Véhicules classiques

Formes juridiques de droit marocain :

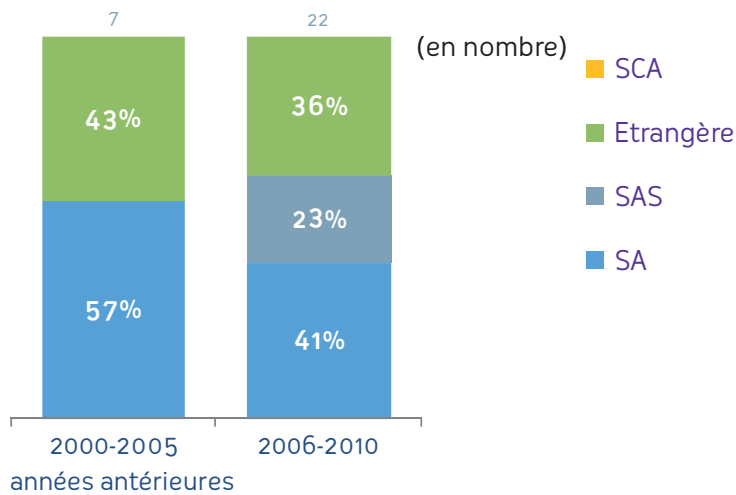
- Société Anonyme (SA) : Loi n° 17-95 et 20-05
- Société par Actions Simplifiées (SAS) : Loi 17-95 (articles 425 à 436)
- Sociétés en Commandite par Actions (SCA) : Loi n° 5-96 (chapitre II du titre III)

## Formes juridiques étrangères :

- Limited Partnership (LP) : structure d'investissement, fiscalement transparente, principalement utilisée par les gestionnaires anglo-saxons. Le LP est géré par une société de gestion indépendante appelée le General Partner (GP)
- Limited Liability Company : équivalent de la SARL

Les véhicules étrangers dépendent de la législation de leur pays d'origine.

## Evolution des formes juridiques des véhicules d'investissement au Maroc



Source : AMIC

23% des fonds d'investissement créés entre 2006 et 2010 ont adopté la forme juridique de SAS. Cette forme juridique offre, en effet, une plus grande liberté d'organisation des pouvoirs de direction, des règles de fonctionnement et de contrôle. Cette flexibilité présente des avantages certains pour les acteurs du Capital Investissement.

## Régime OPCR

La Loi 41-05 sur les OPCR de 2006 dont le décret d'application a été publié en mai 2009 a institué deux véhicules propres au Capital Investissement :

- La Société de Capital Risque (SCR)
- Le Fonds Commun de Placement à Risque (FCPR)

## Définitions de la Loi 41-05

OPCR : « Organisme de Placement en Capital Risque » désigne une entité exerçant l'activité de capital risque telle que définie par la loi 41-05. Les OPCR comprennent les sociétés de capital-risque (SCR) et les fonds communs de placement à risque (FCPR).

FCPR : copropriété d'actifs tels que visés à l'article 4 de la loi. Ils n'ont pas la personnalité morale. Leurs parts sont émises et cédées dans les conditions et les formes fixées par le règlement de gestion. Les parts émises par les FCPR sont assimilées à des valeurs mobilières.

SCR : sociétés par actions régies soit par les dispositions de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes soit par celles de la loi n° 5-96 sur la société en nom collectif, la société en commandite simple, la société en commandite par actions, la société à responsabilité limitée et la société en participation, sous réserve des dispositions particulières prévues par la loi.

La Loi 41-05 a instauré une procédure d'agrément pour les sociétés de gestion et les fonds gérés par celles-ci. A ce jour, quatre sociétés de gestion se sont vues accorder l'agrément par le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) en tant que gestionnaires d'OPCR. Il s'agit de CDG Capital Private Equity, Private Equity Initiatives, Upline Investments et Valoris Capital.

Le cadre juridique des OPCR est encore assorti de fortes contraintes (ratios d'investissement, obligations prudentielles, et autres). De ce fait, à fin 2010, aucun fonds d'investissement marocain ne s'est encore constitué en OPCR malgré la transparence fiscale octroyée par la Loi 41-05. En l'attente d'un cadre juridique plus souple, les promoteurs de fonds continuent à opter pour des formes juridiques classiques (SA, SAS, SCA) qui ne bénéficient d'aucun avantage fiscal particulier.

Un projet d'amendement de la Loi 41-05 relative aux OPCR, élaboré en concertation par la Direction du Trésor et des Finances Extérieures (DTFE), le CDVM et l'AMIC devrait être présenté prochainement au Parlement. L'amendement de cette Loi devrait notamment confirmer la suppression des ratios d'investissements instaurée par la Loi de Finance 2011 et permettre ainsi le recours à des véhicules d'investissement garantissant la transparence fiscale.

## Principales conditions à remplir par les OPCR et les sociétés de gestion d'OPCR dans le cadre de la Loi n° 41-05

### Conditions pour les OPCR :

- Affectation minimale de 50% des actifs dans les PME
- Durée d'investissement minimale de 3 ans dans les PME sauf déclaration au CDVM en cas de désinvestissement
- Contrôle permanent du CDVM sur les OPCR et leur société de gestion afin de s'assurer du respect des dispositions légales et réglementaires
- Droit de regard du Ministère de l'Economie et des Finances sur les conditions de constitution des OPCR

### Conditions pour les sociétés de gestion d'OPCR :

- Agrément de toute société de gestion par arrêté du ministre des Finances, après avis du CDVM
- Les sociétés doivent avoir pour objet exclusif la promotion et la gestion d'un ou plusieurs OPCR ainsi que des opérations s'y rapportant
- Capital social entièrement libéré lors de leur constitution et dont le montant ne peut être inférieur à 1 million de MAD
- Garanties suffisantes pour remplir avec efficacité l'intégralité de leurs missions
- Gestion de l'OPCR dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts et des actionnaires

## Fiscalité des investisseurs

### Comparatif de la fiscalité des opérations réalisées par les véhicules de placement en fonction leur forme juridique

		Régime classique			Régime fiscal OPCR	
		SA	SAS	LP	FCPR	SCR
<b>Fonds</b>	Opérations taxables par véhicule d'investissement					
	Droits d'enregistrements sur acquisitions d'actions	3%	3%	3%	3%	3%
	Droits d'enregistrements sur acquisitions de parts sociales	3%	3%	3%	3%	3%
	Droits d'enregistrements sur variation de capital*	1%	1%	1%	0%	0%
	Apports en comptes courant	3,44%	3,44%	3,44%	3,44%	3,44%
	Dividendes perçus ou inscrits en compte courant**	0%	0%	0%	0%	0%
	Plus-value de cession de titres****	30%	30%	30%	0%***	0%***

Changements par rapport au régime classique

\*CGI Titre IV-Art.129-IV-11°

\*\*CGI Titre I-Art.6-I-1°

\*\*\*CGI Titre I-Art 6-I-A-18°

\*\*\*\* 15% pour les sociétés réalisant un CA inférieur ou égal à 3 millions de MAD - Art.19-11-D

Cette synthèse a été effectuée avec le plus grand soin à partir du Bulletin Officiel mais ne dispense pas le lecteur de se référer aux textes officiels le cas échéant.

## Performance au Maroc

Il est important de rappeler que l'industrie du Capital Investissement est encore jeune. Aucun des fonds d'investissement présents au Maroc n'est, à ce jour, entièrement désinvesti.

Lorsque l'on s'intéresse au TRI réalisé par ces fonds d'investissement, l'analyse actuelle repose sur les TRI enregistrés pour chaque sortie. Ainsi, sur l'ensemble des sorties à fin 2010 (33 sorties\*), le TRI brut moyen pondéré global s'élève à 17%. Les performances les plus fortes sont constatées pour les participations dans des entreprises en stade de transmission. Il convient de souligner qu'il s'agit d'un TRI déclaratif par sortie et non d'un TRI définitif des fonds d'investissement. Ce TRI est dès lors difficilement comparable avec les données d'autres marchés.

Pour valoriser les actifs non cotés du portefeuille, l'AMIC invite ses membres à se conformer aux directives de l'International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines élaborées conjointement en 2005 par l'AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital), la BVCA (British Venture Capital Association) et l'EVCA (European Venture Capital Association) et endossées par plus d'une cinquantaine d'associations nationales dont l'AMIC.

\*Hors sorties avec participation résiduelle et avec durée de participation inférieure à 1 an

# Pourquoi investir au Maroc?



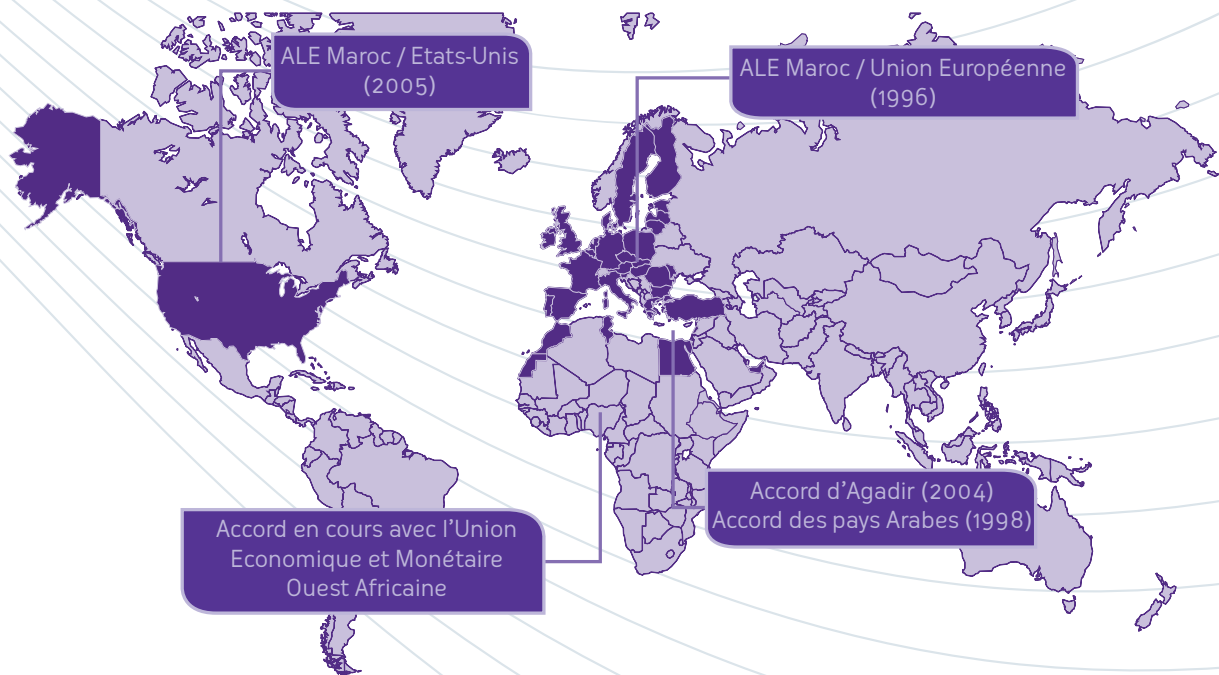
Le Maroc bénéficie d'une situation géographique stratégique à la fois pour les pays d'Europe, d'Amérique et d'Afrique. Plusieurs raisons justifient l'attrait de ce pays en comparaison avec les autres pays de la région :

## ■ Des fondamentaux économiques forts et stables

Les pouvoirs publics marocains participent fortement à la préservation des équilibres macroéconomiques du Royaume :

- Taux de croissance annuel moyen : 10% entre 2000 et 2009
- Résilience à la crise
- Maîtrise de l'inflation : autour de 2% entre 2000 et 2009
- Réduction du niveau d'endettement : 47 % du PIB en 2009
- Une croissance tirée par la demande intérieure et l'investissement public

## ■ L'accès à un marché de plus d'un milliard de consommateurs



Source : AMDI

Les accords internationaux en matière de libre échange signés par le Maroc avec plusieurs pays et régions dans le monde lui permettent d'offrir aux investisseurs un accès en libre échange à un marché de 55 pays représentant un milliard de consommateurs et 60% du PIB mondial.

### ■ Des stratégies sectorielles ambitieuses

Un partenariat privilégié entre le public et le privé a permis d'élaborer un ensemble de plans sectoriels pour assurer une croissance économique forte, durable et créatrice de richesses. La dynamique des stratégies sectorielles se distingue par une approche novatrice de contractualisation et de partenariat public privé qui permet de recentrer l'Etat sur ses prérogatives de régulation. Ces plans permettent à la fois de moderniser des secteurs traditionnels à l'instar de l'agriculture, de la pêche et des mines et de développer des secteurs innovants tels que les énergies renouvelables, la logistique, l'industrie automobile, l'aéronautique et les services à forte valeur ajoutée où le Maroc offre de véritables avantages compétitifs.

### ■ Un environnement des affaires favorable

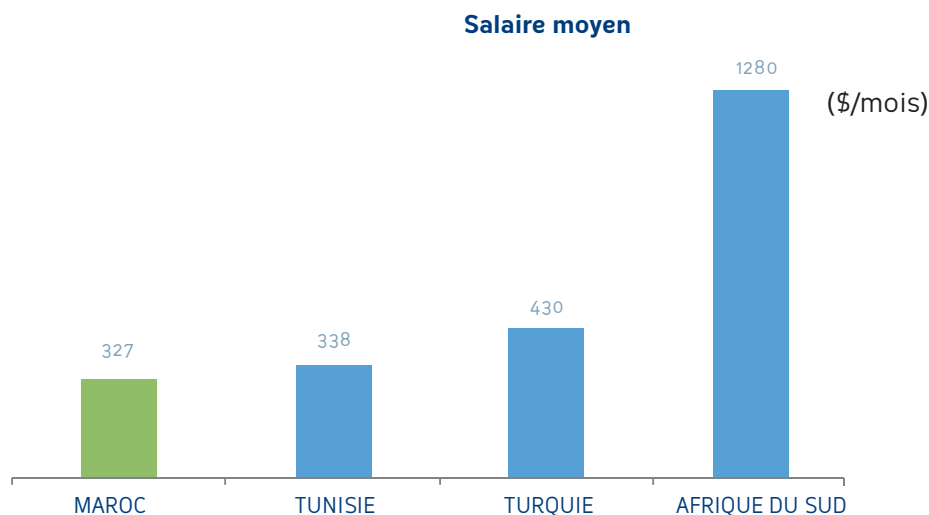
Pour encourager les investissements au Maroc, un intérêt particulier a été accordé à l'amélioration du climat des affaires. Plusieurs actions ont ainsi été mises en place pour renforcer la concurrence et la transparence :

- Simplification des procédures administratives (Projet PortNet, Télépaiement et autres)
- Renforcement du système de droit des affaires (loi sur la concurrence et la liberté des prix, loi sur les groupements d'intérêts économiques, loi sur la propriété industrielle et intellectuelle et autres)
- Amélioration de la transparence réglementaire (loi contre le blanchiment de capitaux et autres)
- Soutien de l'innovation grâce aux plateformes industrielles intégrées et la mise en place de clusters (Cf. encadré p.22)
- Promotion de la charte relative à la Responsabilité Sociale des Entreprises

Dans le classement de la Banque mondiale «Doing Business 2012», le Maroc s'est d'ailleurs hissé en 94ème position soit une progression remarquable de 21 rangs par rapport à l'année précédente qui lui permet ainsi de décrocher le statut de meilleur réformateur global parmi les 183 autres pays en lice. Ce résultat, fruit des politiques mises en oeuvre par les pouvoirs publics, reflète incontestablement l'amélioration du climat des affaires et de l'attractivité du Royaume pour les investisseurs étrangers.

### ■ Compétitivité des coûts

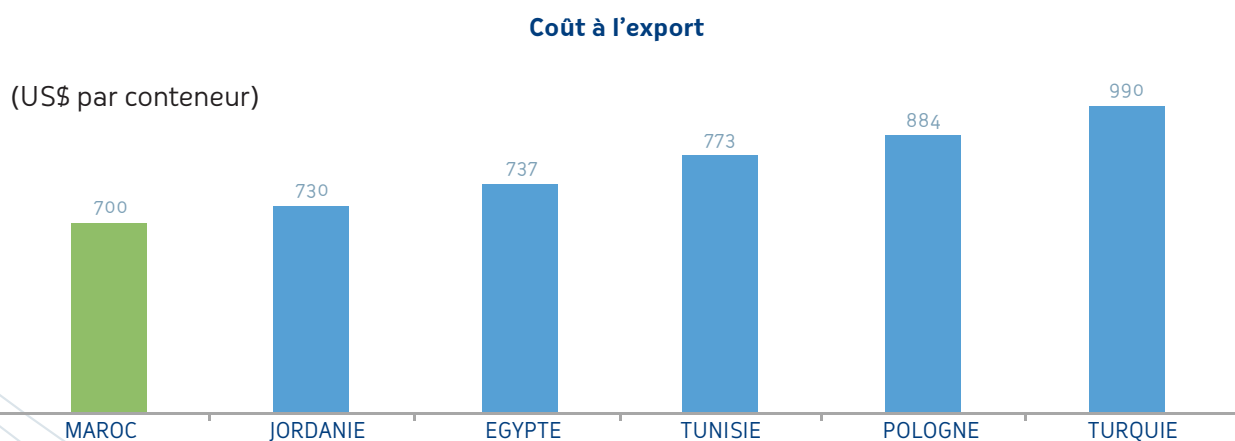
Des **charges salariales** réduites : le salaire moyen au Maroc s'élève à 327 \$/mois soit près de dix fois moins que le salaire moyen en Espagne



Source : Oxford Economics

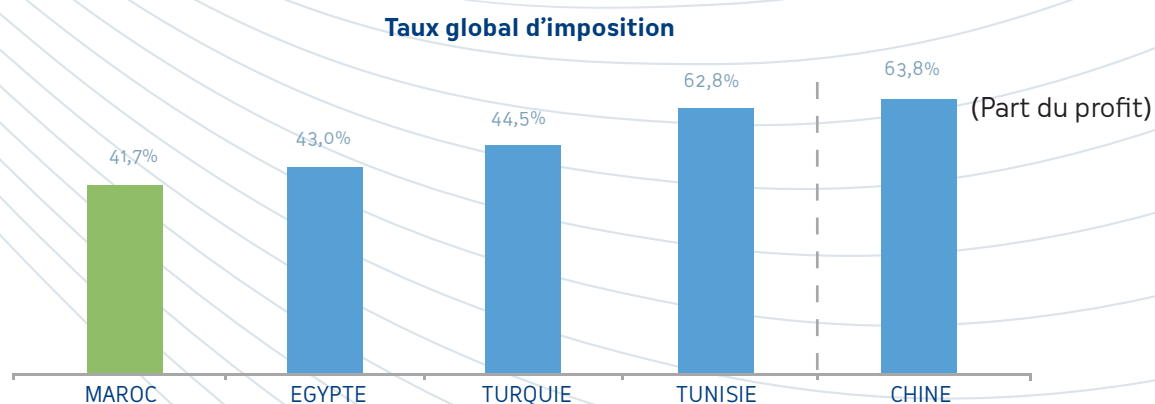


Des **coûts à l'export** compétitifs : 700\$/conteneur



Source: World dataBank, 2009

Des **charges fiscales** réduites : le total des taxes payées par les entreprises représentent 42% de leurs profits soit le taux le plus compétitif de la région



Source : World dataBank, 2009

### ■ Infrastructures aux standards internationaux

Le Maroc a lancé de grands projets durant ces dix dernières années qui lui ont permis de se doter d'infrastructures répondant aux standards internationaux :

- Réseau autoroutier de 1500 Km
- 15 aéroports internationaux bénéficiant de l'accord « Open Sky »
- Port Tanger Med avec une capacité globale de 3 millions de conteneurs
- Infrastructure de télécommunications aux normes internationales (Taux de pénétration mobile de 97%)

## Pourquoi investir au Maroc?

### Casablanca Finance City (CFC)

Casablanca Finance City est la future place financière de Casablanca gérée par le Moroccan Financial Board (MFB) et créée fin 2010 par la Loi n°44-10 qui accorde à CFC des mesures propres à lui assurer à la fois l'attractivité et la compétitivité. Cette nouvelle place financière s'étendra sur une superficie de 100 hectares et devrait contribuer à hauteur de 7 à 12 milliards de MAD au PIB ainsi que créer entre 35 et 55 000 emplois indirects selon les premières estimations du ministère des Finances.

### Clusters

La stratégie nationale en matière de promotion de l'innovation « Maroc Innovation » a pour axe stratégique le développement de clusters dont le principe repose sur la synergie entre trois acteurs : les entreprises, les organismes de formation et les centres de Recherche & Développement. La concentration en un seul lieu géographique de ces trois acteurs permet d'attirer les investissements, de soutenir la croissance locale et de promouvoir l'innovation. A ce jour, quatre clusters ont été créés dans des secteurs clés de l'économie marocaine :

- Maroc Numeric Cluster (Casablanca)
- Cluster Microélectronique (Rabat)
- Cluster Electronique – Mécatronique – Mécanique (Mohammedia)
- Cluster Maritime (Tan Tan)

## ■ Liberté du droit d'établissement pour les investisseurs étrangers

Les investisseurs étrangers jouissent des mêmes droits et incitations que les investisseurs nationaux et du droit de libre établissement. Depuis plusieurs années, le Maroc se conforme aux principes du traitement national et de la nation la plus favorisée (NPF) qui consacrent l'égalité de traitement entre les investisseurs marocains et étrangers. Les investisseurs étrangers jouissent également de l'entière liberté de rapatrier bénéfices, dividendes et capital.

La liste des conventions de non double imposition et des accords de protection et de promotion de l'investissement signés par le Maroc est disponible dans le «Guide de l'investissement au Maroc»\* de la CNUCED.

L'Agence Marocaine de Développement des Investissements (AMDI)\*\*peut également fournir des informations complémentaires pour tout investisseur étranger.

A noter par ailleurs qu'il n'existe aucune restriction quant à la part d'un investissement étranger dans le capital d'une société marocaine.

\* <http://theiguides.org/guides/3237-moroc-web-small.pdf> (p.109)

\*\* <http://www.invest.gov.ma>

# Etapes de la prise de participation en capital



Au cours des étapes d'une prise de participation, l'investisseur institutionnel doit prendre en considération trois éléments déterminants pour l'optimisation de son portefeuille :

- La stratégie d'investissement
- Le mode d'investissement
- La sélection du ou des gestionnaire(s) de fonds

## ■ Stratégie d'investissement

L'élaboration d'une stratégie d'investissement se fait en amont de l'opération de Capital Investissement et permet notamment à l'investisseur de définir :

- La part de chaque classe d'actifs dans son portefeuille
- Ses objectifs de rentabilité
- Son horizon d'investissement
- Ses types de placements (coté, non coté)
- Son mode d'investissement (direct, indirect).

### Sur la stratégie d'investissement ...

#### Une compagnie d'assurance marocaine

«Notre stratégie d'investissement démarre, en amont, par un processus ALM (Asset and Liability Management). Nos engagements auprès des assurés sont alors couverts par un portefeuille d'investissements équilibré. Ce mécanisme nous permet de tracer une courbe de portefeuilles efficients de manière à maximiser le rendement compte tenu d'un niveau de risque donné. Le portefeuille optimal de placements est revu annuellement. En moyenne sur les trois dernières années, le Capital Investissement représente près de 10 % de notre portefeuille de participations : 15 % de cette part est confiée aux sociétés de gestion».

Directeur général, Compagnie d'assurance

#### Une banque marocaine

«Notre stratégie s'articule principalement sur le capital développement. Nous n'investissons pas dans des sociétés en phase de démarrage ou de constitution. Nous intervenons en tant que minoritaires sans véritable intervention dans la gestion de la société. Nos participations se situent entre 10 et 30% du capital de manière à ne pas dépasser la minorité de blocage».

Directeur de participations, Banque

## Un horizon d'investissement à long terme

La durée de vie moyenne d'un fonds d'investissement oscille entre 10 et 12 ans avec une phase de détention de participations dans les sociétés investies (en moyenne 4 ans et demi au Maroc) et une phase de cession de ces participations. La durée réelle d'un fonds peut cependant varier en fonction du rythme d'acquisitions, de la conjoncture économique et des capacités de l'équipe de gestion en matière de sorties.

Le fait d'investir dans la durée offre aux investisseurs la possibilité d'amortir les effets de cycle liés aux spécificités des secteurs, à la conjoncture économique ou à la stratégie d'investissement des fonds. En fonction de la phase de développement des entreprises investies, la durée de détention de participations est plus ou moins longue (à titre d'exemple, la durée de détention de participations en Capital Risque est plus faible que celle en Capital Développement). C'est un aspect important que les investisseurs doivent prendre en compte dans leur stratégie. Ils seront donc amenés à sélectionner les fonds en fonction de leur politique prioritaire d'investissement.

## Etapes de la prise de participation en capital

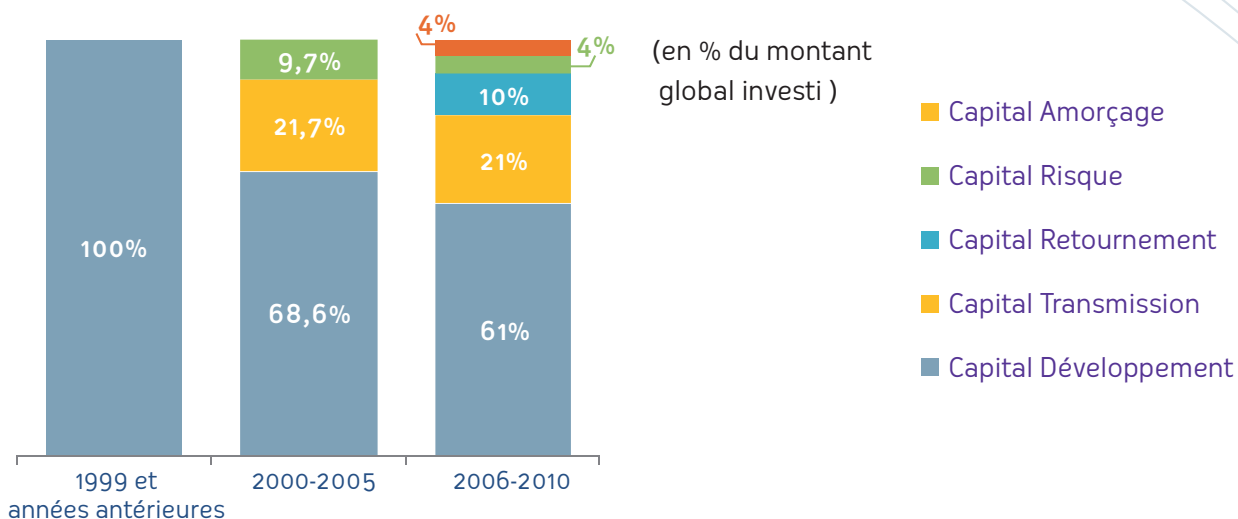
### Diversification des placements

Le Capital Investissement couvre les besoins de financement d'une entreprise quel que soit son stade de développement. Cette spécificité est un atout qui permet aux investisseurs institutionnels de diversifier leurs engagements à l'intérieur même du Capital Investissement et de réduire ainsi les risques pris.

Par ailleurs, la diversification peut également se faire en investissant dans des secteurs d'activités différents voire dans des zones géographiques variées.

Longtemps consacré presque exclusivement aux entreprises en développement, le Capital Investissement marocain tend à se diversifier et à se spécialiser au niveau des secteurs et des stades de développement des entreprises investies.

#### Stades de développement des entreprises investies

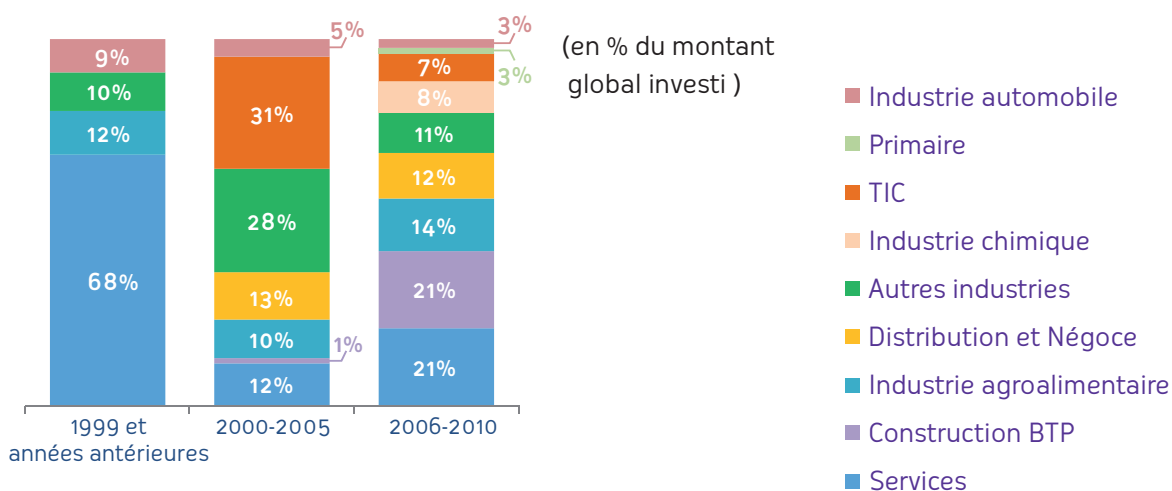


Source : AMIC

Depuis 2006, les investissements en capital amorçage et retournement augmentent en valeur.

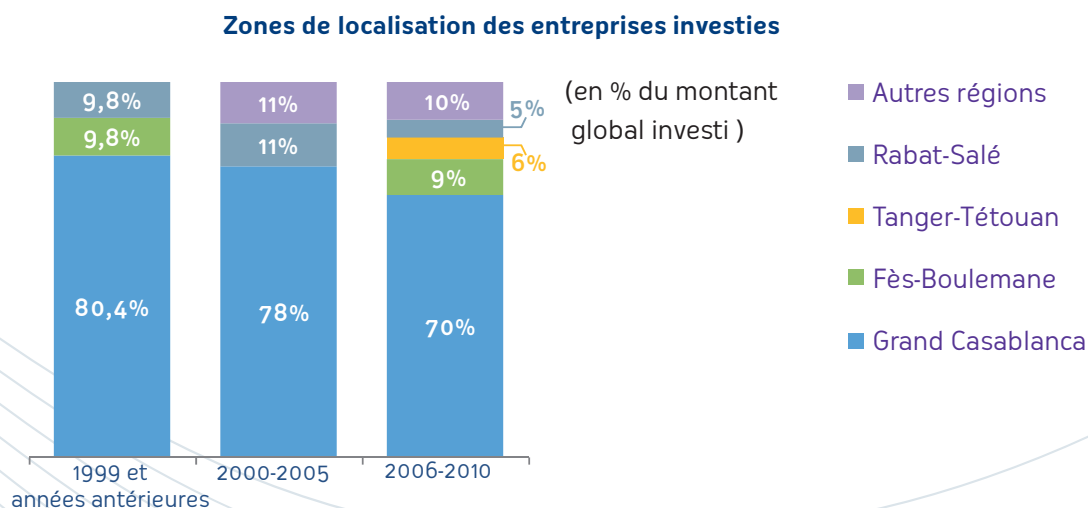
L'expérience et la spécialisation de certaines sociétés de gestion ont permis la diversification des opérations d'investissement. D'autre part, les entreprises marocaines s'ouvrent progressivement à ce type de financement.

#### Répartition des secteurs d'activité



Source : AMIC

Depuis 2006, les secteurs des services, de la construction BTP et de l'agro-alimentaire connaissent une forte progression en termes d'investissements. Cette évolution reflète le dynamisme des secteurs qui tirent la croissance économique au Maroc.



Le Grand Casablanca rassemble la majorité des entreprises investies car il s'agit du principal pôle économique du pays. Cependant, depuis 2006, on constate une ouverture des investissements vers de nouvelles zones géographiques en raison de leur dynamisme, en particulier : Fès, Tanger, Rabat et d'autres régions telles que l'Oriental, Marrakech-Tensift-AlHaouz ou Chaouia-Ouardigha. Ce phénomène devrait se poursuivre avec le processus de régionalisation annoncé en 2010. Dans ce cadre, la régionalisation prévoit une accélération de la décentralisation des pouvoirs vers les régions - qui seront dotées d'une plus grande latitude pour gérer leurs ressources et affaires publiques - et devrait permettre une meilleure distribution des richesses dans le Royaume. Les nouveaux projets régionaux et les industries locales devraient être dynamisés et favoriser ainsi l'attractivité des régions pour les investisseurs marocains et étrangers.

### ■ Modes d'investissement

Selon ses objectifs et contraintes, l'investisseur institutionnel doit arbitrer entre trois modes d'investissement dont les avantages et inconvénients diffèrent.

L'investisseur institutionnel peut ainsi investir :

- Directement dans des sociétés non cotées
- A travers un fonds d'investissement géré par une société de gestion
- A travers un fonds de fonds géré par un gestionnaire de fonds de fonds

#### Investissement direct

L'investissement direct se fait sans interface entre l'investisseur institutionnel et l'entreprise non cotée investie.

Cette approche présente certains avantages mais nécessite une bonne expérience de l'investisseur et de son équipe en matière de Capital Investissement, une allocation de fonds conséquente et un deal flow à la fois important et de qualité.

## Etapes de la prise de participation en capital

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Un contrôle total sur les investissements permettant d'orienter librement la stratégie de placement</li><li>▪ Un accès direct aux sociétés non cotées permettant d'économiser les commissions de gestion</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Une responsabilité totale de l'investisseur en capital qui s'expose directement au risque de chaque participation</li><li>▪ La nécessité de fonds importants afin de pouvoir opérer une diversification suffisante des investissements</li><li>▪ La nécessité d'une équipe interne de gestion expérimentée et très spécialisée en mesure d'assurer la négociation, la conception de l'investissement, la gouvernance des sociétés investies et la maîtrise des différentes sorties envisageables</li><li>▪ La nécessité d'un deal flow important tant du point de vue qualitatif que quantitatif afin de posséder assez d'opportunités d'investissement pour décentraliser le risque</li></ul>

### Approche par les fonds

L'investissement à travers les fonds se fait par une sélection de fonds d'investissement dans lesquels les investisseurs institutionnels vont intervenir parmi d'autres investisseurs. Les sociétés de gestion prendront ensuite des participations dans plusieurs entreprises.

Cette approche présente certes quelques inconvénients mais permet toutefois aux investisseurs de déléguer certaines responsabilités et de réduire ainsi la concentration des risques.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ L'investisseur institutionnel peut choisir les fonds d'investissement en fonction de sa stratégie d'investissement</li><li>▪ La multiplication des sociétés de gestion permet d'élargir le champ des opportunités d'investissement</li><li>▪ Les fonds d'investissement doivent rendre des comptes directement aux investisseurs institutionnels</li><li>▪ De nombreux gestionnaires de fonds prennent part aux comités des sociétés dans lesquelles ils investissent afin de participer au développement de ces dernières</li><li>▪ Les sociétés de gestion ont acquis un important niveau d'expertise dans le Capital Investissement</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ La nécessité d'avoir une équipe interne en charge de la sélection des fonds, du suivi de la relation avec les gestionnaires, etc.</li><li>▪ La nécessité d'allouer des ressources relativement importantes à l'équipe en charge de la gestion de la relation avec les gestionnaires de fonds</li><li>▪ Les frais de gestion</li></ul>



### Approche par les fonds de fonds

L'investissement via les fonds de fonds se fait par une sélection de gestionnaires de fonds de fonds qui vont ensuite eux-mêmes sélectionner des fonds d'investissement dans lesquels investir.

Cette approche est idéale pour les investisseurs institutionnels qui souhaitent investir en capital mais ne possèdent pas d'équipe interne dédiée à ce métier ou n'ont pas suffisamment de fonds à allouer pour diversifier leurs placements. Toutefois, cette approche présente des inconvénients, en matière de frais et de contrôle, liés à l'intervention d'un intermédiaire supplémentaire dans l'opération.

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ L'accès à un portefeuille de sociétés important permet une bonne diversification des risques</li><li>▪ L'expertise et la bonne connaissance du Capital Investissement par les gestionnaires de fonds de fonds</li><li>▪ La possibilité de se lancer dans le Capital Investissement sans avoir à investir directement ni à dédier un service interne à cette activité</li><li>▪ La faible contrainte en termes de gestion puisque l'investisseur n'a qu'un seul interlocuteur</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Les frais supplémentaires liés aux deux niveaux d'intermédiation</li><li>▪ La distance plus grande avec le marché du Capital Investissement</li><li>▪ La durée d'investissement légèrement plus longue que celle de l'approche par fonds</li></ul>

### Importance du choix du mode d'investissement pour une institution financière de développement active au Maroc

«Le rôle de notre institution au Maroc est d'offrir **une subsidiarité** dans le secteur financier lorsque le marché marocain ne permet pas de satisfaire intégralement les besoins en financement de ses entreprises. Ainsi nous n'investissons pas en bourse, le secteur privé animant lui-même le marché. Notre stratégie est de nous diriger vers l'investissement en non coté la plupart du temps au moyen de prêts mais aussi par le biais d'investissements en capital.

Ces derniers s'opèrent au Maroc de deux manières :

- Nous consacrons un peu plus de la moitié de nos sommes investies à une approche par l'**intermédiaire de fonds d'investissement** destinés à toucher les PME.
- L'autre approche est l'**investissement direct** dans le capital des sociétés cibles pour plusieurs raisons :
  - o Soit les fonds d'investissement ne peuvent pas assumer seuls les plus gros tickets de certaines PME et nous co-investissons alors avec eux
  - o Soit nous investissons directement dans des cibles qui ne sont pas visées par les fonds d'investissements traditionnels. Par exemple, dans des investissements comportant des rentabilités à plus long terme mais avec des profils de risque un peu différents ou encore dans des secteurs innovants comme des sociétés de gestion de titrisation. On peut aussi accompagner certaines grandes entreprises internationales qui veulent s'implanter au Maroc mais qui ne possèdent pas de partenaires locaux. Enfin, nous pouvons jouer le rôle de fonds d'infrastructure pour certains projets structurels»

Responsable du bureau de Casablanca, Institution financière de développement



### ■ Choix des gestionnaires de fonds

Lorsque l'investisseur institutionnel décide de privilégier l'approche au travers d'un fonds, il sélectionne une société de gestion en s'appuyant sur une série de critères précis :

- Le «**track record**» de l'équipe de gestion dont le niveau de performance est comparé à celui d'équipes de profil équivalent. A ce stade, l'investisseur étudie notamment les références, le nombre d'opérations et les TRI réalisés, la taille des entreprises investies, la durée des investissements.
- La **capacité** des équipes à **créer de la valeur ajoutée** dans les sociétés en portefeuille tant par le passé qu'actuellement et dans le futur. L'investisseur se livre à une analyse minutieuse, entre autres, des plus-values réalisées ou latentes ainsi que des profils et expériences des gestionnaires. Il rencontre ces derniers à plusieurs reprises pour se forger une opinion.
- La **capacité** des équipes à **repérer les opportunités d'investissement** s'évalue sur base des opérations en cours de négociation et du réseau du gestionnaire.
- L'**éthique et la rigueur des processus décisionnels** s'apprécient en fonction de l'existence d'une charte éthique et d'un manuel de procédures pour les opérations d'investissement et du contenu des statuts de la société de gestion.
- La **compétence et l'expérience des équipes en matière de sorties** sont examinées à la lumière de leurs capacités d'anticipation et de réaction, du nombre et des types de sorties réalisés ainsi que de la durée moyenne d'investissement.
- L'**expérience, l'implication et la motivation des dirigeants clés** s'apprécient par le biais des CV et de rencontres avec ces partenaires potentiels.
- La **compatibilité de la stratégie d'investissement d'un fonds avec les objectifs** de l'investisseur institutionnel se basera notamment sur le type de prises de participations (minoritaires ou majoritaires) et la taille des tickets.
- Les **honoraires et frais de gestion** ainsi que le **règlement des sociétés de gestion** sont étudiés.
- La **stabilité des équipes de gestion** est déduite du turnover du personnel et de l'ancienneté des équipes.
- Les **méthodes de reporting** sont évaluées sur base de la fréquence, du contenu et du format de communication.
- Le **mode de gestion**, discrétionnaire ou non, découle du degré de participation des investisseurs aux prises de décisions stratégiques par l'intermédiaire de divers organes au sein de la société de gestion (Comités d'investisseurs, Comités d'investissement et autres).

### Les critères de choix de la société de gestion et du fonds par une compagnie d'assurance marocaine

«Pour la sélection de la société de gestion, nous avons une **grille d'évaluation** du couple **risque/rentabilité**. Cela va se matérialiser par une étude des performances des sociétés de gestion à travers la revue de leur **track-record**, l'analyse des **capacités de sortie** et **des compétences opérationnelles** des gestionnaires ainsi que le respect **des obligations de reporting, de transparence et de remontée des informations**. Pour le choix du fonds d'investissement, nous avons une batterie de volets que nous passons en revue. Les due diligences nous aident à avoir une vision claire et précise de la **stratégie d'investissement du fonds**, de la **rentabilité** et de la **maîtrise du risque** par le gestionnaire du fonds. Ces trois volets sont déterminants dans le choix du fonds d'investissement.»

Directeur général, Compagnie d'assurance

### ■ Rôle stratégique du gestionnaire de fonds dans les étapes clés d'une opération de Capital Investissement

Les investisseurs en capital confient leurs ressources aux gestionnaires de fonds d'investissements, véritables architectes des opérations d'investissements et garants de la performance financière des actifs gérés. A ce titre, les gestionnaires doivent assurer l'encadrement et la coordination des différentes étapes du processus d'investissement de la levée des fonds jusqu'à l'organisation de la sortie en passant par la recherche d'opportunités d'affaires.

#### Dans la levée des fonds...

Toute opération d'investissement en capital commence par la levée de fonds. Cette phase est déclenchée par la définition des grandes lignes du projet de fonds (forme juridique, politique d'investissement, durée de vie) qui sera présenté aux investisseurs institutionnels pour sonder leur intérêt. Si l'investisseur souhaite participer au véhicule de placement, commence alors la levée de fonds à proprement parler qui comprend essentiellement la rédaction d'un document de présentation (Placing memorandum) et la structuration du fonds. Le gestionnaire du fonds d'investissement procède ensuite à la rencontre des investisseurs pour les convaincre d'investir dans son véhicule de placement. Les investisseurs institutionnels séduits par le projet d'un fonds réalisent parfois des due diligence pour s'assurer de la qualité de l'équipe de gestion ainsi que de sa capacité à gérer ses participations. La levée de fonds dure en moyenne un an.

#### Dans la constitution du fonds...

La phase de levée de fonds se termine par la signature d'un pacte d'actionnaires qui clôt les cycles de négociations entre les investisseurs et le gestionnaire pour déterminer les rôles, droits et obligations de chacun dans la conduite, le pilotage et la performance des opérations de Capital Investissement. La stratégie d'investissement et les objectifs de rentabilité sont également clairement présentés dans ce pacte. D'autres documents sont produits et diffusés à cette étape du processus (Cf. Documents contractuels p.30).

#### Dans la sélection des entreprises...

Sur base du règlement du fonds d'investissement, le gestionnaire réalise études, audits et analyses nécessaires à la sélection d'entreprises correspondant aux objectifs définis précédemment. L'identification d'entreprises cibles engage le gestionnaire dans la préparation et la finalisation d'une opération d'investissement. Ceci se matérialise par un pacte d'actionnaires et des garanties.

#### Dans la gestion des participations...

En fonction des engagements prévus dans le pacte d'actionnaires et de la part du capital détenue par le fonds dans les entreprises investies, le gestionnaire contribue à la prise de décisions stratégiques et à la création de la valeur. En règle générale, le gestionnaire du fonds est représenté au niveau du conseil d'administration de la société investie et au sein des principaux organes de direction tels le comité d'audit et le comité exécutif.

### Dans la cession des participations...

Le gestionnaire du fonds d'investissement assure la rentabilité de ses placements en identifiant les meilleures opportunités de sortie. Le gestionnaire doit être en mesure de choisir le moment et la méthode de sortie maximisant la valeur de l'entreprise. La plus-value ainsi réalisée sera distribuée aux investisseurs et une partie (Carried Interest) sera versée au gestionnaire en fonction des performances réalisées et des objectifs de rentabilité du fonds.

### Les exigences d'une mutuelle marocaine concernant la société de gestion

«Aujourd'hui, nous exigeons une responsabilisation accrue des sociétés de gestion. A cet effet, nous demandons souvent de connaître les gestionnaires et les moyens à leur disposition pour mener à bien leurs activités d'investissement. On ne peut plus nous imposer un gestionnaire dans l'équipe sans notre accord. Nous demandons des reportings trimestriels avec des évaluations du fonds par un cabinet externe deux fois par an pour voir s'il y a lieu de provisionner, reprendre des provisions, etc.»

Directeur financier, Mutuelle marocaine

## ■ Documents contractuels

La relation entre investisseurs institutionnels et gestionnaires de fonds se construit autour de 5 documents principaux :

- L'**engagement de souscription** par lequel l'investisseur s'engage à investir dans le fonds une certaine somme qui sera ensuite appelée au fur et à mesure des besoins du fonds. L'engagement de souscription est contractuellement contraignant. Toutefois, l'engagement peut être subordonné à des conditions.
- Les **statuts et règlements du fonds** étudiés par l'investisseur institutionnel afin de déterminer si l'organisation statutaire du fonds est conforme à ses attentes.
- Le **pacte d'actionnaires** régit les relations entre les actionnaires au sein du fonds, organise la gouvernance de ce dernier et définit également la politique d'investissement. Cette dernière peut cependant faire l'objet d'un document séparé. Le pacte définit aussi les modalités de répartition de la performance du fonds entre les actionnaires et la société de gestion.
- Le **mandat de gestion** entre le fonds et la société de gestion définit la mission confiée à cette dernière, les pouvoirs y afférents ainsi que le montant de la commission de gestion qui représente 1 à 3 % des montants souscrits.

# Facteurs de réussite des investissements en capital



## ■ **Transparence interne**

La transparence, valeur fondamentale dans la réussite de toute opération de Capital Investissement, concerne:

- La société de gestion : entité agréée par le ministre chargé des Finances sur avis du CDVM (future AMMC) pour la gestion d'un ou plusieurs OPCR dans les conditions prévues par la Loi 41-05
- Le fonds d'investissement : copropriété d'actifs dépourvue de personnalité juridique et liée contractuellement à une société de gestion chargée d'investir les actifs conformément au mandat reçu du fonds
- L'entreprise investie

La société de gestion est tenue de communiquer régulièrement aux investisseurs des informations sur l'évaluation et la valorisation du portefeuille de participations et de les tenir informés des opportunités d'affaires. La société de gestion peut également nommer un contrôleur interne qui s'assure de la conformité des opérations de gestion et de l'examen des situations potentielles de conflits d'intérêts.

La transparence des fonds sous gestion renvoie à la valorisation des actifs non cotés du portefeuille de participations. La valorisation du fonds doit se faire à une fréquence préalablement définie dans le mandat de gestion par la société de gestion. De plus, les comptes du fonds sont généralement audités semestriellement.

L'entreprise investie convient avec la société de gestion de la communication régulière et permanente de ses états financiers. Cette communication fait le plus souvent l'objet d'un comité de gestion au cours duquel sont discutés les résultats et les actions à mettre en oeuvre.

## ■ **Contrôle externe**

Au Maroc, le contrôle externe est exercé principalement par :

- L'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC)
- Le Commissaire aux comptes

### **Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (ex-Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières)**

L'AMMC, autorité de marché, a pour mission générale de protéger l'épargne investie en valeurs mobilières. Dans le cadre de sa mission, l'AMMC veille à l'information des investisseurs en valeurs mobilières, au bon fonctionnement des marchés ainsi qu'au respect des dispositions légales et réglementaires les régissant.

Dans le cadre de la Loi 41-05 relative aux OPCR, l'AMMC est en charge de l'agrément des OPCR et de l'exercice d'un contrôle permanent de leur fonctionnement à savoir respect des conditions d'octroi de l'agrément, des règles prudentielles applicables, des obligations d'information (Circulaire 02/10 du 4 janvier 2010) et de la politique de placement.

Adopté par le Conseil de gouvernement du 25 août 2011, le projet de Loi n° 53 - 08 relatif à l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux devrait très prochainement, après examen en Conseil des ministres, être soumis au vote du Parlement et remplacer le Dahir portant loi n°1-93-212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières afin de consacrer l'indépendance de l'organe de régulation et renforcer sa responsabilité dans l'exercice de sa mission de contrôle et d'encadrement du marché des capitaux.

### Le processus de contrôle de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux

#### Présentation de l'AMMC

Institué par le Dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993, l'ex-Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) devenu AMMC est un établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière. En tant qu'autorité de marché, l'AMMC a notamment pour mission de protéger l'épargne investie en valeurs mobilières. Pour assumer cette mission, l'AMMC veille à l'information des investisseurs en valeurs mobilières ainsi qu'au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières à travers le contrôle du respect des dispositions légales et réglementaires les régissant.

#### Services concernés par le Capital Investissement

La Direction Gestion de l'Épargne comporte trois services : Sociétés de Gestion, Organisme de Placement Collectif et, Visas et Agréments.

Le Service Sociétés de Gestion se prononce lors de la procédure d'agrément de la société de gestion. Après une analyse basée sur l'études des moyens techniques, humains et organisationnels de la société, ce service émet un avis à l'intention du ministre des Finances qui accordera ou non l'agrément. Viennent ensuite les phases de l'agrément et du visa des fonds eux-mêmes par le Service Visas et Agréments. Afin de remplir cette fonction, ce dernier se base sur une analyse du fonds. Le ministre n'intervient plus à ce niveau.

Enfin, commence la vie des sociétés et des fonds. Deux contrôles sont alors mis en place :

- Le contrôle de la société de gestion qui peut se faire soit sur pièces (par demande ou réception de documents), soit sur place (par des inspections directement au sein de la structure)
- Le contrôle du fonds, effectué par le Service OPC, porte sur le respect des ratios réglementaires ainsi que la conformité à la réglementation en vigueur



## Commissaire aux comptes \*

Dans la situation actuelle, la forme juridique des sociétés de gestion les oblige d'effectuer périodiquement un audit par le commissaire aux comptes pour certifier les informations publiées dans les rapports envoyés aux investisseurs par les gestionnaires de fonds d'investissement. Le commissaire aux comptes vérifie également les méthodes employées par les sociétés de gestion pour la valorisation de leur portefeuille de participations.

Dans le cadre des dispositions de la loi 41-05 relative aux OPCR, les sociétés de gestion d'OPCR sont dans l'obligation de communiquer annuellement à l'AMMC les états financiers de la société de gestion et de leurs OPCR (bilan, compte de produits et charges, rapport de gestion, et autres) certifiés par le commissaire aux comptes.

Aux termes de l'article 38 de la loi précitée « Toute SCR ainsi que la société de gestion pour tout FCPR qu'elle gère, est tenue de désigner un commissaire aux comptes pour trois exercices ».

Le premier commissaire aux comptes est désigné pour une période d'un an ; s'il est fait publiquement appel à l'épargne, deux commissaires aux comptes doivent être désignés.

Enfin, la nomination du ou des commissaire(s) aux comptes doit être préalablement approuvée par l'AMMC.

\* Référence légale : Loi n°17-95

## ■ Rôle de l'AMIC

Créée en 2000, L'AMIC est une association professionnelle indépendante qui a pour vocation de fédérer, représenter et promouvoir la profession auprès des investisseurs locaux et internationaux, des pouvoirs publics et des entrepreneurs.

Selon ses statuts, l'Association a notamment pour objet :

- La promotion du Capital Investissement dont le capital risque au Maroc.
- Le développement entre les sociétés de gestion de l'esprit de confraternité et de collaboration entre les sociétés de gestion.
- La défense des intérêts de sociétés de gestion dans leurs rapports avec les entités de droit public ou privé.
- La sensibilisation de ses membres à l'observation des dispositions légales et réglementaires qui leur sont applicables ainsi qu'au respect de la déontologie.
- L'organisation et la mise à disposition de ses membres d'une information fiable concernant l'activité du secteur.

Pour encadrer les acteurs du Capital Investissement au Maroc et veiller au bon développement de la profession, l'AMIC a mis en place un Code déontologique afin de promouvoir le respect de la réglementation en vigueur et la généralisation des bonnes pratiques. Statutairement, tous les membres de l'association sont tenus d'y adhérer.

# Annexe I : Liste des sociétés de gestion et fonds gérés



Sociétés de gestion	Fonds gérés
<b>ALMAMED</b>	Massinissa
	Massinissa Lux
<b>ABRAAJ</b>	Al Kantara LP
<b>ATLAMED</b>	AM Invest Morocco**
<b>ATTIJARI INVEST</b>	Agram Invest
	Igrane
<b>AUREOS</b>	Aureos Africa Fund
	Africa Health Fund
<b>AZUR PARTNERS</b>	NEBETOU***
<b>CAPITAL INVEST</b>	Capital Morocco**
	Capital North Africa Venture Fund
<b>CDG CAPITAL</b>	Accès Capital Atlantique**
	Fonds Sindibad**
	Cap Mezzanine
<b>CFG Groupe</b>	CFG Développement**
<b>DAYAM CAPITAL RISQUE</b>	Dayam SA
<b>ENTREPRISES PARTNERS*</b>	3P Fund
<b>FIROGEST</b>	FIRO
<b>HOLDAGRO SA</b>	Targa
<b>MAROC INVEST</b>	MPEF I et Afric Invest I**
	MPEF II et Afric Invest II
<b>MITC</b>	Maroc Numeric Fund***
<b>PRIVATE EQUITY INITIATIVES*</b>	PME Croissance
<b>RIVA Y GARCIA</b>	Mediterrania
	Upline Technologies**
<b>UPLINE INVESTMENTS</b>	Upline Investment Fund
	Fond Moussahama I et II
	OCP Innovation Fund for Agriculture (OIFFA)***
<b>VALORIS*</b>	
<b>VIVERIS</b>	Altermed Maghreb

\* Fonds non encore levés

\*\* Fonds en phase de désinvestissement

\*\*\* Fonds créés en 2010



# Annexe II Bibliographie



## BENCHMARKING DE CADRES REGLEMENTAIRES ETRANGERS RELATIFS AU CAPITAL INVESTISSEMENT 2009

Cabinet Fidaroc Grant Thornton  
AMIC - Association Marocaine des Investisseurs en  
Capital

## CAPITAL INVESTISSEMENT AU MAROC CROISSANCE, ACTIVITE ET PERFORMANCE RETROSPECTIVES 1993-2008 ; 2009 ; 2010

Cabinet Fidaroc Grant Thornton  
AMIC - Association Marocaine des Investisseurs en  
Capital

## CAPITAL INVESTISSEMENT, LE GUIDE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS 2005

Hervé Legoupil – Laurent Gayraud – James Weir  
AFIC – Association Française des Investisseurs en  
Capital

## GUIDE DE L'INVESTISSEMENT AU MAROC 2010

CNUCED – Conférence des Nations Unie sur le  
Commerce et le Développement  
<http://theiguides.org/guides/3237-moroc-web-small.pdf>

## HOW TO INVEST IN PRIVATE EQUITY 2003

BVCA – British Venture Capital Association

## LES 7 RAISONS CLÉS D'INVESTIR AU MAROC

AMDI – Agence Marocaine de Développement des  
Investissements

<http://www.invest.gov.ma/?lang=fr&ld=3>

## LOI 41 – 05 RELATIVE AUX ORGANISMES DE PLACEMENT EN CAPITAL RISQUE

## PRIVATE EQUITY FOR INSTITUTIONAL INVESTORS: CURRENT ENVIRONMENT AND TRENDS - 2008

Karl Mergenthaler et Chad Moten  
JP Morgan

## WHY AND HOW TO INVEST IN PRIVATE EQUITY - Special Paper

Alex Bance  
EVCA – European Venture Capital Association –  
Investor Relations Committee

# Partenaires associés à l'étude



## ASSOCIATION MAROCAINE DES INVESTISSEURS EN CAPITAL

Créée en 2000, l'AMIC a pour vocation de fédérer, représenter et promouvoir la profession du Capital Investissement auprès des investisseurs institutionnels, des entrepreneurs et des pouvoirs publics.

L'AMIC s'est donnée pour mission principale de renforcer la compétitivité de l'industrie du Capital Investissement au Maroc et à l'international à travers :

- Une communication efficace et pédagogique sur l'industrie du Capital Investissement
- La réalisation d'études et enquêtes fiables sur l'état du Capital Investissement au Maroc
- La participation active aux débats relatifs à tout projet de texte règlementant l'activité du secteur
- La mise en place d'une charte régissant l'activité de Capital Investissement veillant au respect de la déontologie
- L'apport d'un service d'appui aux membres sur les aspects règlementaires relatifs à la profession
- Le développement d'un programme de formation de qualité sur tous les aspects du métier d'investisseurs en capital

## FIDAROC GRANT THORNTON

Le cabinet appartient au réseau Grant Thornton International :

- Un des leaders mondiaux du conseil et de l'audit
- Grant Thornton International rassemble plus de 27 000 collaborateurs répartis dans près de 120 pays
- Grant Thornton France est le partenaire officiel pour l'étude d'activité des acteurs français du Capital Investissement.

Fidaroc Grant Thornton opère dans les activités suivantes :

- Audit - Commissariat aux comptes
- Evaluation des sociétés et audits d'acquisition et de cession (due diligence)
- Conseil en performance, organisation et système d'information
- Réalisation d'études sectorielles
- Accompagnement de projets de labellisation (catégorisation douane et label Responsabilité Sociale de l'Entreprise)
- Formation en management et gestion financière
- Business Risk Services (management des risques, cartographie des risques)
- Accompagnement des sociétés en matière d'adoption des normes IFRS.





Association Marocaine des Investisseurs en Capital

23, Bd. Mohamed Abdou (siège CGEM)  
Quartier Palmiers  
20340 Casablanca  
Tel : + 212 (0)5 22 23 74 85  
Fax : + 212 (0)5 22 98 07 80  
GSM : + 212 (0)6 66 38 74 50  
Email : [info@amic.org.ma](mailto:info@amic.org.ma)  
Site Web : [www.amic.org.ma](http://www.amic.org.ma)