



Des instruments financiers dédiés au financement des entreprises marocaines entre adaptation et marginalisation

AIT HBIBI Amina¹, MAKHROUT Samir²

¹ Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales-Université Cadi Ayyad -Marrakech

² Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales-Université Cadi Ayyad -Marrakech

Résumé : La question du financement de l'économie, en général, et des entreprises, en particulier, reste toujours au centre des préoccupations des autorités monétaires marocaines. Ainsi, dans l'objectif d'améliorer le financement des entreprises, de nouveaux instruments financiers ont été mis en place en 1996, à savoir les Obligations Convertibles en Action, les Obligation Remboursable en Action, les Actions à Droit de Vote Double, les Action à Dividendes Prioritaires Sans Droit de Vote, les Certificats d'Investissement et les Certificat de Vote (La loi 17-95).

Par la mise en place de ces instruments, les autorités de tutelle ont visé la diversification des moyens de financement offerts aux entreprises, de fournir à l'économie des sources de financement internes, moins couteuses et l'instauration d'un financement non-inflationniste moyennant la dynamisation du marché boursier.

Cependant, malgré leur introduction depuis 1996, ces instruments financiers avaient reçu moins d'attention de la part, à la fois, des chercheurs et des chefs d'entreprises. Ainsi, le présent article a un double objectif, à savoir mettre en lumière ces instruments ainsi que leurs caractéristiques, d'une part et, s'interroger sur leur adaptabilité et leur implication dans le financement des entreprises marocaines, de l'autre.

Pour évaluer l'implication de ces instruments, nous avons adopté une analyse statistique basée sur les données fournies par la bourse de Casablanca.

Mots-clés : produits financiers, entreprises marocaines, financement diversifié, ORA, ACA, ADVD, ADPSDV, CI, CDV.

Digital Object Identifier (DOI): <https://doi.org/10.5281/zenodo.7964106>

Published in: Volume 2 Issue 3



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

1. Introduction

Au cours de ces dernières décennies, le système monétaire et financier marocain a connu une profonde mutation suite aux effets néfastes de la politique de financement, dite de répression financière. Il s'agit des pressions inflationnistes élevées, d'un ralentissement de la croissance économique, d'une épargne insuffisante mobilisée pour le financement des besoins de l'économie et des problèmes liés à un recours massif au financement extérieur, etc.

Cet état de fait a imposé un retour vers le financement interne non inflationniste via la mobilisation des ressources intérieures non monétaires. Pour se faire, les autorités publiques ont procédé à l'introduction de nouveaux instruments financiers. D'une part, pour doter l'économie marocaine des sources de financement intérieures, à moindre coût et non inflationnistes. D'autre part, pour satisfaire les besoins de financement des entreprises via la diversification des instruments de financement et de rendre ces instruments plus adaptés à leurs spécificités.

L'objectif apparemment poursuivi est, d'un côté, l'amélioration de financement de l'économie, en général, et des entreprises, en particulier, et de l'autre côté, la promotion d'un financement basé sur des ressources intérieures et non-inflationnistes.

Pour réaliser cet objectif, de nouveaux produits financiers ont été introduits. Il s'agit des obligations convertibles en actions, des obligations remboursables en actions, des actions à droit de vote double, des actions à dividendes prioritaires sans droit de vote, des certificats d'investissement et des certificats de droit de vote. Ces instruments financiers ont été mis en place de manière à répondre d'une part aux contraintes économique-financières rencontrées depuis le début des années 1980. D'autre part, pour faire face aux besoins des entreprises marocaines qui sont en grande partie des entreprises familiales qui désirent des instruments avec de nouvelles caractéristiques.

Ces instruments offrent aux entreprises des opportunités de financement alternatives aux modalités de financement traditionnelles telles que les prêts bancaires qui imposent des taux d'intérêt élevés et des garanties importantes. Aussi, il convient de signaler que jusqu'aux années 1990, seulement deux instruments financiers ont été mis à la disposition des entreprises pour se financer à savoir les obligations et les actions. Toutefois, le premier type d'instrument était l'apanage de l'Etat et le second était jugé inadapté vu les spécificités des entreprises marocaines.

Au niveau de cet article, nous allons nous interroger, en premier lieu, sur les nouveaux instruments financiers introduits ainsi que sur leur adaptabilité et, en second, sur leur implication dans l'amélioration de financement des entreprises.

Articulé autour de ces différents axes, le présent article sera scindé en quatre points. Le premier portera sur les fondements théoriques. Le deuxième point se focalisera sur ces nouveaux instruments de financement mis à la disposition des entreprises ainsi que leurs caractéristiques, le troisième point mettra l'accent sur l'adaptabilité de ces instruments et le dernier se penchera sur leur implication dans le financement des entreprises marocaines moyennant une analyse statistique.

2. Fondements théoriques :

L'une des interprétations les plus pertinentes du processus d'apparition ou d'introduction de nouveaux instruments financiers revient à William Silber, avec sa "théorie de la contrainte". L'auteur insiste sur la réaction des offreurs à des contraintes comme facteurs principal de la mise en place de nouveaux produits financiers.

A l'encontre de cette théorie, une autre basée sur l'étude du processus d'émergence de nouveaux instruments, privilégie l'influence de la demande. Elle s'inspire des travaux de Lancaster. Pour lui, les intermédiaires financiers innovent pour satisfaire les besoins demandés par la clientèle.

2.1 La théorie de la contrainte :

Cette théorie s'inspire des travaux de Silber sur les Etats-Unis. Selon cet auteur, l'introduction de nouveaux instruments financiers peut être interprétée comme le résultat des contraintes économiques et financières des années soixante-dix. Il s'agit essentiellement des taux d'inflation élevés, ralentissement de la croissance, les chocs pétroliers, les problèmes d'endettement, la stagflation, la crise de la dette, le creusement des déficits publics, etc⁽¹⁾.

De plus, ce processus selon le même auteur a connu un rythme accéléré et un contenu diversifié sous l'effet de l'utilisation accrue des technologies de l'information et de télécommunication dans les activités à caractère financière, l'intensification de la concurrence et la montée des risques des taux d'intérêt et des taux de change (Silber, 1975)⁽²⁾.

Silber considère l'innovation des produits financiers comme "une riposte de l'organisation aux contraintes qui pèsent sur elle"⁽³⁾. L'auteur insiste sur la réaction des offreurs à des contraintes notamment les pouvoirs publics, les intermédiaires financiers et les grandes entreprises. Ces contraintes peuvent être endogènes (ratio de liquidité, de solvabilité, objectif de croissance, objectif de rentabilité, etc.) comme elles peuvent être exogènes (liées à l'état de la concurrence ou à la réglementation en vigueur)⁽⁴⁾.

Silber a effectué un travail de recherche qui analyse les nouveaux produits financiers et les nouvelles pratiques financières aux Etats-Unis de 1970 à 1982, et il a établi aussi une liste des «causes exogènes» possibles :

- (1) l'inflation et ses effets sur les taux d'intérêt, le niveau général des prix et ses effets dans le domaine fiscal,
- (2) la volatilité des taux d'intérêt,
- (3) la technologie,
- (4) l'intervention publique, et
- (5) l'internationalisation⁽⁵⁾.

Ajoutons à cela que le système financier a été profondément transformé dans la fin des années 1970. Il a bénéficié d'innovations technologiques déterminantes dans le domaine des télécommunications et du traitement des données, dont les conséquences sur le secteur financier sont trop importantes. En effet, *«il ne fait de doute que les nouveaux matériels de traitement et de stockage des données et les systèmes de télécommunication ont profondément révolutionné de nombreux aspects de l'environnement financier, en particulier, la forme des systèmes de paiement, les relations entre les services financiers proprement dits et les services d'information ainsi que l'ampleur et le champ d'activités des marchés nationaux»*⁽⁶⁾.

Ces innovations technologiques ont permis de créer des produits et des services financiers nouveaux et de s'intéresser plus efficacement aux besoins financiers des nouvelles classes moyennes.

¹ - Hester (1982), innovation and monetary control, Revue banque, N° 413.

² - Silber, WL.(1975), *Financial innovation*, Lexington Book, Lexington, MA.

³ - Silber, WL. (1983), "The Process of Financial Innovation", *The American Economic Review*, Vol.73, N°2, PP: 89-95.

⁴ - Ben-Horim, M., & Silber, W. L. (1977). Financial innovation: a linear programming approach. *Journal of banking & finance*, 1(3), 277-296.

⁵ - Silber W. (1983), "The Process of Financial Innovation", *American Economic Review*, 73(2), Op. Cit, p : 88.

⁶ - OCDE (1989), *L'évolution des activités bancaires dans les pays de l'ODDE*, Paris, P : 19.

De même, les restructurations de l'industrie et du commerce ont donné aux financiers les plus créatifs l'occasion de concevoir de nouvelles formules financières pour s'adapter aux restructurations volontaires et/ou involontaires dictées par la globalisation⁽⁷⁾.

Aussi, les formes de ces innovations se sont intensifiées également sous l'effet des mutations financières structurelles qui ont révolutionné le paysage financier mondial : la déréglementation financière, la désintermédiation et le décloisonnement des marchés financiers nationaux⁽⁸⁾.

Dans le cas marocain, c'est en réponse à des contraintes du surendettement extérieur à l'issue de la crise financière de 1983, d'un côté et, des effets néfastes de la politique de répression financière, de l'autre, que de nouveaux instruments de financement ont été mis en place vers la fin des années 1990. L'objectif recherché réside dans la volonté des autorités de tutelle de transiter l'économie d'un mode de financement largement basé sur les ressources extérieures et monétaire vers un mode de financement, accès sur les ressources intérieures et non inflationnistes.

2.2 La théorie de nouvelles caractéristiques :

A l'opposé des propos de Silber qui considère l'offre de nouveaux produits financier, comme une réponse des pouvoirs publics et des institutions financières aux contraintes qui pèsent sur eux, l'approche de la demande de nouvelles caractéristiques initiée par Lancaster analyse la conception de ces produits sous l'angle de leurs caractéristiques (rentabilité, risque, échéance...).

Selon cette approche, les intervenants sur les marchés financiers ne demandent pas les produits financiers pour eux-mêmes mais pour les caractéristiques qu'ils présentent. Dans cette optique, c'est la demande des consommateurs qui induit donc l'apparition des instruments financiers nouveaux.

Selon Lancaster se sont précisément ces caractéristiques qui ont de l'utilité et qui déterminent les choix des clients. Il expliquait que *«la principale nouveauté technique consiste à s'écarter de l'approche traditionnelle considérant les biens comme les objets directs de l'utilité, et, à la place, supposer que ce sont des propriétés ou des caractéristiques de ces biens que découle l'utilité»*⁽⁹⁾.

Pour Lancaster, les biens sont dotés des caractéristiques dans des proportions fixes et c'est sur ces caractéristiques, et non sur les biens eux-mêmes, que les consommateurs exercent leurs préférences⁽¹⁰⁾. Pour cet auteur, ce sont les intermédiaires financiers qui cherchent *«l'adaptation au marché par l'offre d'une nouvelle combinaison de caractéristiques des titres»*⁽¹¹⁾ notamment *«l'échéance, montant unitaire, rendement, liquidité moduler ces paramètres de façon à satisfaire les préférences patrimoniales des investisseurs»*⁽¹²⁾.

Ainsi, c'est en réponse à la demande de nouvelles caractéristiques et pour servir leur clientèle, que les pouvoirs publics et les institutions financières sont incitées à offrir une panoplie de nouveaux titres. La montée des risques et d'incertitude inspirent aux intervenants dans le domaine financier la demande de

⁷ - Aglietta M et Reberieux A (2004), Les dérives du capitalisme financier, Editions Albin Michel.

⁸ -Pour plus de détail voir :

-Ait Hbib A. (2022) «Financial innovation and financing of the economy: relational schema » , *Revue African Scientific Journal*, Volume 3, Numéro 10, pp : 162-188.

⁹ - Lancaster, (1966) «A New Approach to Consumer Theory» in *Journal of Political Economy*, Vol. 74, No. 2, April, p. 133.

¹⁰ - idem, p. 130.

¹¹ - F. Renvresez, éléments d'analyse monétaire, Dalloz, P 18.

¹² - Metat et Szymczak, Op cit, P 89.

nouveaux instruments avec des combinaisons de caractéristiques qui correspondent plus précisément à leurs préférences. Ce sont donc les besoins financiers exprimés par les ménages et/ ou par les entreprises, qui ont obligés le secteur financier à ouvrir la voie vers de nouveaux produits financiers ayant des caractéristiques obéissant aux nouveaux critères exprimés par leurs utilisateurs.

Dans le cas de notre pays, c'est dans l'objectif d'améliorer le financement des entreprises que les pouvoirs publics ont mis en œuvre de nouveaux produits financiers avec des caractéristiques qui correspondent à leurs préférences.

En somme et d'après ce qui précède, il est à noter que l'apparition ou bien l'introduction de nouveaux produits financiers est le résultat, d'une part, de la volonté des pouvoirs publics, des intermédiaires financiers et des entreprises de surmonter les contraintes qui pèsent sur eux. D'autre part, cette introduction n'est qu'une réponse à un changement dans les besoins des utilisateurs de ces produits.

3. Les instruments financiers introduits au Maroc et leurs caractéristiques :

Conformément aux objectifs de l'amélioration du financement de l'économie en général, et des entreprises marocaines en particulier, et la rénovation de leurs modalités de financement, les pouvoirs publics, ont mis en place une gamme élargie d'instruments de financement. Il s'agit, comme on a déjà souligné, des obligations convertibles en action, des obligations remboursables en action, des actions à dividende prioritaire sans droit de vote, des actions à droit de vote double, des certificats d'investissement et des certificats de droit de vote. Cette diversité de produits va permettre à l'entreprise de recourir à l'instrument qui lui convient pour se financer,

Pour avoir une idée claire sur la pertinence et l'adaptabilité des instruments introduits par les autorités monétaires marocaines depuis 1996, il nous apparaît opportun d'examiner de près les principales caractéristiques de chacun des instruments de financement introduits.

3.1 Les obligations convertibles en actions :

Une obligation convertible⁽¹³⁾ est une obligation qui peut être échangée contre des actions de la société émettrice, généralement à un taux de conversion prédéfini. Cet instrument donne le droit et non pas l'obligation d'obtenir, par conversion, des actions de la société émettrice.

Il s'agit d'un titre hybride qui combine les caractéristiques des obligations avec celles des actions ayant une double facette de titre d'endettement et de titre donnant droit au capital. Il donne à son détenteur, pendant la période de conversion, la possibilité de l'échanger contre les actions de la firme émettrice. Le détenteur dans ce cas, a le droit, mais non pas l'obligation de la convertir en obligation. Un tel droit peut, suivant les conditions de l'émission, être exercé à tout moment ou sur une période donnée.

Ce genre de titre permet à l'entreprise de disposer d'un fond provisoire pour renforcer ses fonds propres au détriment de ses dettes de financement et, augmenter ainsi son autonomie financière.

L'obligation convertible présente toutes les caractéristiques d'une obligation classique, sauf que son remboursement peut ne pas être effectué en numéraire. Il a lieu alors, en actions et à des conditions précisément définies, par le contrat d'émission.

Une obligation convertible n'est autre qu'une obligation à taux fixe, à laquelle s'ajoute une option d'achat (call) sur un nombre déterminé d'actions de l'émetteur. C'est un titre financier qui donne à leur détenteur une option, soit de conserver l'obligation jusqu'à son terme, soit de convertir à une date donnée l'obligation en un nombre prédéterminé d'actions.

¹³ - Cet instrument peut être émis par toute société qui justifie de deux années d'existence et dont le capital est intégralement libéré à condition de se conformer aux conditions spéciales édictées à cet effet.

Pour l'émetteur, l'obligation convertible permet de collecter des ressources financières peu coûteuses, par rapport à l'obligation classique.

Les obligations convertibles⁽¹⁴⁾ offrent les mêmes caractéristiques qu'une obligation classique, mais présentent plusieurs attraits pour son émetteur. Il s'agit des conditions d'emprunt qui peuvent être plus avantageuses que celles exigées par les banques. Aussi la conversion des obligations en action entraîne un allègement de la dette de la société en question et renforce, par voie de conséquence, la structure capitalistique de l'entreprise. Ceci donne la possibilité à cette dernière d'émettre si besoin, de nouveaux emprunts du fait de la disparition d'une partie ou, de la totalité de sa dette.

En général, la conversion est possible n'importe quand jusqu'à la date de maturité des obligations. L'investisseur ou bien le détenteur du titre, s'il le désire, peut demander leur conversion en actions. Dans ce cas, l'obligataire devient alors actionnaire.

3.2 Les obligations remboursables en action :

À l'encontre des obligations convertibles en action, les obligations remboursables en actions sont des titres de créance représentant la part d'un emprunt, mais qui a la particularité d'être obligatoirement remboursé à l'échéance, par remise d'actions de l'émetteur.

Ce sont des obligations ordinaires qui ne sont pas remboursées en espèces, mais exclusivement en titres de la société qui les a émis. Leur échange contre des actions ne se fait qu'à l'échéance de l'emprunt et sur décision de l'émetteur.

Ce type d'instruments est coté sur le premier compartiment de la Bourse depuis 2003. Ils ne sont pas prévus par le droit commun au Maroc⁽¹⁵⁾ et pourtant ils ont été émis par un certain nombre d'entreprises pour faire face à leurs besoins de financement.

Ces instruments de financement offrent des avantages non négligeables. Elles permettent aux entreprises d'augmenter à terme leurs fonds propres, et ce, pour un montant connu dès la réalisation de l'opération. De plus, la société s'endette à des conditions avantageuses puisque le souscripteur accepte un taux de rendement inférieur à celui des obligations ordinaires, pariant ainsi sur le développement futur de l'entreprise, et l'émetteur n'a rien à rembourser à l'échéance, et les sommes collectées par une émission d'obligations remboursables en action sont assimilées à des fonds propres.

Pour toutes les catégories d'obligations, les modalités de remboursement sont définies par l'émetteur. Alors que la principale différence entre les obligations remboursables en action et les obligations convertibles en action, réside dans le fait que le détenteur de la dernière a le droit, mais non pas l'obligation de les convertir en actions.

Cependant, ces deux types d'obligations apportent de nombreux avantages pour l'émetteur. Elles permettent à l'entreprise de payer un taux d'intérêt inférieur à celui des obligations ordinaires. De ce fait, l'entreprise peut faire face à ses besoins de financement à moindre coût.

3.3 Les actions à droit de vote double :

En principe, une action donne à son titulaire droit à une voix à l'assemblée générale, mais la loi confère à certaines actions un droit de vote double. Il en est ainsi lorsque l'actionnaire a entièrement libéré ses actions et qu'il les possède depuis au moins deux ans. De ce fait, le droit de vote double peut être attribué

¹⁴ - Au Maroc, les premières obligations convertibles en actions ont été émises par la BMCI en 2000.

¹⁵ - L'obligation remboursée en action ne sont pas mentionnées par la loi n°17-95 sur la SA. Cependant, son émission est régie par les différentes dispositions de la loi n°17-95, notamment celles relatives aux augmentations de capital et aux émissions obligataires classiques.

par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire⁽¹⁶⁾, aux actionnaires de l'entreprise sous condition d'une durée de détention des actions, de deux ans.

L'existence d'action à droit de vote double présente l'avantage, pour les sociétés qui y ont recours, de donner une prime de fidélité aux actionnaires anciens en termes d'influence sur la vie sociale. Ces actions conservent leur droit de vote double même en cas de fusion ou de cession, à condition que les statuts de la société bénéficiaire de la fusion ou de la cession permettent cette conservation. Cependant, ce droit de vote double est perdu en cas de transfert de propriété aux tiers, ou en cas de conversion de l'obligation en action aux porteurs⁽¹⁷⁾.

L'objectif apparemment poursuivi par l'introduction de ce type d'instrument est de conférer à un groupe d'actionnaires le droit de contrecarrer toute tentative de prise de contrôle hostile par un actionnaire nouveau. Il s'agit d'un instrument qui vise la fidélisation des actionnaires de l'entreprise.

3.4 Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote :

Celles-ci constituent la seule catégorie d'action n'ayant pas de droit de vote. Ces actions comportent donc une innovation essentielle, à savoir la privation du droit de vote avec une contrepartie pécuniaire. Ce n'est donc plus une action au sens traditionnel. Cependant, la valeur nominale de ce type d'instrument est égale à celle des actions ordinaires ou, le cas échéant, des actions ordinaires de l'une des catégories précédemment émises par la société.

Ces actions donnent droit à un dividende prioritaire, souvent supérieur au dividende normal, prélevé sur le bénéfice distribuable de l'exercice avant toute autre affectation. *«S'il paraît que le dividende prioritaire ne peut être intégralement versé en raison de l'insuffisance du bénéfice distribuable, celui-ci doit être réparti à due concurrence entre les titres d'action à dividende prioritaire sans droit de vote»*⁽¹⁸⁾. Cependant, ce type d'instruments ne confère pas à leurs porteurs le droit de participer à la prise de décision au niveau de l'assemblée générale. De plus, en cas de dissolution de la société, les ADPSDV doivent être remboursées avant les actions ordinaires.

Ces titres peuvent être créés par les sociétés qui procèdent à une augmentation du capital ou par conversion d'actions ordinaires existantes. Ces instruments ne confèrent pas à leurs porteurs le droit de participer à la prise de décision au niveau des assemblées générales des sociétés, leur émission est limitée au maximum, au quart du capital social. De plus, les actions sans droit de vote ne peuvent être portées par les membres du conseil d'administration, du directoire ou de leurs proches⁽¹⁹⁾.

La priorité du dividende confère aux porteurs de ces actions un revenu presque assuré. Toutefois, lorsque l'entreprise ne procède pas à la distribution intégrale de dividende prioritaire pendant 3 exercices, les porteurs des ADPSDV acquièrent un droit de vote proportionnel à la quotité des actions qu'ils possèdent. En plus, à l'exception du droit de participer aux assemblées et de voter, les titulaires de ces actions bénéficient de tous les droits d'un actionnaire ordinaire. Ils bénéficient de toutes les autres prérogatives d'associés, tel le droit à l'information et le droit préférentiel de souscription en cas d'une augmentation du capital.

Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote permettent de renforcer les capitaux propres des entreprises sans toucher aux rapports de pouvoir et aux majorités en place tant qu'ils privent leur

¹⁶ - Article 257 de la loi 95-17 relative à la réglementation de la société anonyme.

¹⁷ - Voir Article 258 de la loi relative aux sociétés anonymes.

¹⁸ - article 264 de la réglementation de la société anonyme.

¹⁹ - Il s'agit des directeurs généraux, des membres du conseil de surveillance, de leurs conjoints ainsi que leurs enfants mineurs non émancipés.

détenteur du droit de vote en contrepartie d'une rémunération. Autrement dit, elles permettent aux sociétés de lever des fonds sans pour autant ouvrir leur capital.

Ce type d'action manifeste, donc, le cas de détention du capital sans contrôle associé. Dans les faits, de nombreux associés ne participent pas directement aux décisions de gestion de l'entreprise. C'est la raison pour laquelle les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote avaient été créées.

Cette catégorie de titres devrait, sans aucun doute, encourager les entreprises familiales marocaines à recourir davantage au marché financier, surtout si le capital familial détient la majorité des actions. Dans ce cas, l'ouverture du capital de la société au public se fera loin de toute crainte de perte de contrôle.

La volonté du législateur semble, donc, permettre aux sociétés de se financer en fonds propres, tout en écartant les nouveaux actionnaires de toute conduite des affaires sociales.

3.5 Les certificats d'investissement et les certificats de droit de vote :

À côté des différentes modalités de financement déjà citées, la loi N°17-95 prévoit également l'émission des certificats d'investissement et des certificats de vote. Ces instruments peuvent être émis par l'entreprise, soit à l'occasion d'une augmentation de capital, ou suite à un fractionnement des actions existantes⁽²⁰⁾.

S'agissant du certificat d'investissement, il est un titre qui offre les mêmes caractéristiques que l'Action à Dividende Prioritaire, mais sans ses avantages. Il résulte du démembrement des actions en «certificats de vote» et en «certificats d'investissement». Les premiers représentent un droit de vote (la composante «droit de vote» de l'action). Les seconds, tout le reste de ce qui constitue une action, notamment le dividende (la composante «droit pécuniaire» de l'action).

Le principe du certificat d'investissement résulte du démembrement de l'action qui offre l'ensemble des rémunérations pécuniaires et de son droit de vote. En effet, la réunion d'un certificat d'investissement et d'un certificat de droit de vote a pour conséquence la reconstitution automatique de l'action.

À l'émission, cet instrument se sépare de son droit de vote qui est distribué aux anciens actionnaires, ce qui permet aux sociétés de recueillir des capitaux sans modifier leur actionnariat. Il s'agit de permettre à un groupe de contrôle de procurer des liquidités sans perdre le pouvoir.

Pour l'émetteur, ce type d'instrument lui permet, comme l'action à dividende prioritaire, de renforcer ses fonds propres sans céder le moindre pouvoir aux nouveaux entrants. Pour l'investisseur, par contre, l'avantage est très limité, puisqu'il ne peut pas participer à la prise de décision au niveau de l'assemblée générale.

Le détenteur de ce type d'instrument ne peut pas participer aux assemblées générales ordinaires et extraordinaires puisqu'il n'a pas la possibilité de voter comme c'est le cas du détenteur du certificat de vote. Cependant, il garde tous les autres droits des actionnaires, à savoir le droit à un dividende prioritaire⁽²¹⁾, ainsi que le droit à l'information, notamment la possibilité de consulter les documents sociaux de l'entreprise, les droits de souscription et les droits d'attribution. Néanmoins, le porteur du certificat du droit de vote, vote aux assemblées générales.

De plus, il est à signaler que les certificats d'investissement sont, comme les actions, des valeurs mobilières librement cessibles. Cependant, les certificats de droit de vote ne sont pas des valeurs mobilières, ils ne peuvent être cédés qu'à un détenteur de certificat d'investissement, ce qui entraîne la reconstitution de l'action.

²⁰ - Voir Article 282 de la loi 17-95 relative à la société anonyme.

²¹ - Voir article 290 et suivants de la loi 17-95 relative à la société anonyme.

4. L'adaptabilité et la pertinence des instruments financiers :

Pour répondre aux besoins de financement des entreprises, une panoplie d'instruments de financement ont été introduits. Ces derniers, après l'étude de leurs caractéristiques, constituent des produits financiers qui combinent les caractéristiques des capitaux propres et des titres de dettes que nous pouvons les classés en produits de la famille des obligations et en produits de la famille des actions.

De nouvelles possibilités de financement sont donc ouvertes pour les entreprises. Elles donnent une grande flexibilité de financement aux émetteurs, flexibilité qui permet de lever des fonds dans les différentes configurations d'anticipations en matière de taux, et ce à moindre coût, puisqu'ils réduisent la rigidité des emprunts classiques et s'accompagnent parfois d'une véritable option sur un autre titre «action ou obligation».

Toutes ces possibilités de financement offertes ont élargi donc, le champ de financement des entreprises marocaines en leur permettant de disposer de plus de ressources financières dans des meilleures conditions afin d'atteindre leurs objectifs individuels. C'est la raison pour laquelle les autorités de tutelle ont procédé à l'introduction de ces nouveaux instruments.

L'étude des caractéristiques de ces différents instruments nous a permis de dégager certains de leurs apports en matière de financement⁽²²⁾. À part la satisfaction des besoins de financement des entreprises, ils leur offrent la possibilité de se financer sans courir le risque de perdre le contrôle sur leurs affaires. Cela, à notre avis, constitue le principal avantage qui semble permettre à ces nouveaux instruments de financement d'être plus adaptés aux spécificités des entreprises marocaines, qui sont en grande partie des entreprises familiales où les entrepreneurs sont assez réticents à partager leur pouvoir et à répartir les tâches entre les divers centres de décisions.

Un financement plus adapté aux spécificités des entreprises marocaines est un financement qui ne remet pas en cause l'équilibre du pouvoir au sein de l'entreprise et donne la possibilité de se financer sans courir le risque de perte de contrôle. Ces nouveaux instruments permettent à l'entreprise de lever des fonds pour le financement de sa croissance, tout en préservant son autonomie financière et en évitant l'ingérence des tiers dans la gestion et le contrôle de l'entreprise.

L'objectif alors recherché derrière l'introduction de ce genre d'instruments était d'offrir des produits souples et plus adaptés aux besoins des entreprises marocaines, caractérisées par la structure familiale de leur capital et de séparer, le cas échéant, capital et pouvoir, et d'éviter la dilution du capital et la perte du contrôle. Ces derniers constituent les principaux facteurs qui contraignent les entreprises marocaines de recourir à l'ouverture de leur capital pour se financer.

Le choix du mode de financement au sein des entreprises marocaines dépend étroitement de la question de la répartition du pouvoir au sein de l'entreprise. Cette dernière peut donc bénéficier des fonds auprès des investisseurs qui ne peuvent pas nuire à ses intérêts.

À l'encontre de l'instrument classique de financement, notamment «l'action» qui implique une dilution politique et financière des actionnaires existants, les nouveaux instruments de financement répondent plus aux besoins des émetteurs, étant donné qu'ils sont plus adaptés aux spécificités des entreprises marocaines. Ils leur permettent la conservation et la pérennisation du pouvoir au sein de l'entreprise. Cette possibilité va inciter les émetteurs à faire appel au financement direct externe pour combler leurs besoins de financement et assurer, par conséquent, la croissance de la firme.

En effet, ces actions ont été conçues pour faciliter le financement de l'entreprise et l'ouverture de son capital aux nouveaux actionnaires sans risquer de remettre en cause la structure du pouvoir.

²² Pour plus de détail voir :

- Ait Hbib, A et Makhrouf, S (2023) « La pertinence des instruments financiers dédiés au financement des entreprises marocaines », *African Scientific Journal*, N° 3, Volume 17.

D'après les caractéristiques des nouveaux instruments de financement, présentées ci-dessus, deux catégories peuvent être distinguées. La première catégorie est destinée aux nouveaux intervenants alors que la seconde, elle est destinée aux principaux actionnaires.

La première catégorie comprend les obligations convertibles en action, les obligations remboursables en actions, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote et les certificats d'investissement. Ce type d'instruments ne donne pas le pouvoir à leurs détenteurs d'intervenir dans la gestion de l'entreprise, il permet de renforcer les fonds propres, sans céder le moindre pouvoir aux nouveaux entrants.

Concernant les obligations convertibles en action et les obligations remboursables en action, l'entreprise peut les utiliser pour éviter de participer activement à la conduite de la société. Les créanciers de l'entreprise n'ont pas le droit de décider la stratégie et ne votent pas lors des assemblées générales, et les droits de vote, de ce fait, ne sont pas dilués, même si ce n'est que pour un temps jusqu'à la conversion en actions des obligations.

Ces titres obligataires permettent à l'entreprise de disposer d'un fonds provisoire pour renforcer ses fonds propres au détriment de ses dettes de financement. Ainsi, l'émission de ce genre de titres retarde temporairement une prise de contrôle hostile. De plus, il permet à l'entreprise de mieux connaître ses futurs actionnaires lorsqu'ils décident de convertir les obligations qu'ils détiennent. Cet état de fait, permet, d'un côté, l'apport de liquidités et, de l'autre, faciliter le renforcement ou la transmission du pouvoir. Les avantages donc, de ces modalités de financement sont principalement une dilution de l'actionariat repoussée dans le temps.

À ces instruments, s'ajoutent d'autres ne remettant pas en cause le pouvoir des actionnaires d'origine. Il s'agit des actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Ces actions qui donnent droit à un dividende prioritaire parfois supérieur au dividende normal servi aux actions ordinaires. Cependant, les détenteurs de ces instruments ne bénéficient pas du droit de participer et de voter aux assemblées comme c'est le cas des actions à dividende prioritaire sans droit de vote et des certificats d'investissement.

Les dirigeants des entreprises, au moment où ils ont des décisions à prendre, seront moins dépendants des investisseurs, dans le sens où ils n'auront pas à avoir leurs accords préalables, comme c'est le cas des émissions d'action.

De même, les certificats d'investissement et les actions à dividende prioritaire sans droit de vote constituent des produits financiers permettant à l'émetteur de faire appel à des capitaux extérieurs sans que les investisseurs puissent avoir une influence sur le contrôle de la société.

Autrement dit, ces actions favorisent le recours aux augmentations du capital et empêchent les risques de déstabilisation du fait de la limitation légale du pouvoir des nouveaux actionnaires.

L'émission des certificats d'investissement qui résulte, comme déjà signalé, de démembrement de l'action permet d'attribuer les certificats d'investissement conférant des droits pécuniaires aux nouveaux intervenants, et les droits de vote aux actionnaires majoritaires, en plus de leurs actions ordinaires. Ces instruments ont pour but la préservation du pouvoir au sein de la société.

Le rôle central joué par le droit de vote dans la conservation et la pérennisation du pouvoir est pris en compte, en priorité par les émetteurs des valeurs mobilières. Ceux-ci veulent améliorer leur surface financière et chercher de nouveaux investissements tout en gardant le pouvoir. L'émission d'actions privées de droit de vote permet donc d'obtenir des ressources stables sans qu'il y ait un changement de majorité au sein de la société.

Bref, il est à souligner que ces instruments introduits, ils permettent de lever des fonds sans modifier la répartition des pouvoirs de décision au sein de l'entreprise et, par conséquent, courir le risque de perte de contrôle. L'utilité principale de ces instruments est de séparer "capital" et "pouvoir", permettant ainsi d'éviter la dilution du capital et la perte de contrôle. Ils sont donc plus adaptés aux dirigeants des entreprises familiales marocaines qui préfèrent garder le contrôle au sein de l'entreprise.

De ce fait, ces instruments financiers permettent de renforcer les capitaux propres des entreprises sans toucher aux rapports de pouvoir et aux majorités en place tant qu'ils privent leur détenteur du droit de vote, en contrepartie d'une rémunération. Il s'agit de compenser l'abandon du droit de vote par un avantage d'ordre pécuniaire.

La seconde catégorie concerne les instruments de financement réservés exclusivement aux anciens actionnaires dans le but de renforcer leur pouvoir au sein de l'entreprise, ces instruments portent sur des actions à droit de vote double et des certificats de vote. Ce droit de vote est accordé aux détenteurs de ces titres pour influencer sur la stratégie de l'entreprise, ainsi que pour mieux contrôler sa gestion dans la mesure où le droit de vote, accordé aux actions, découle la prise de contrôle de la société.

Ce type d'instruments permet, d'une part, de fidéliser les actionnaires de l'entreprise et, d'autre part, de contrecarrer toute tentative de prise de contrôle inamicale.

Cette fidélisation des actionnaires ne manquera pas d'avoir des effets positifs sur la stabilité de l'actionnariat et, par la suite, sur la stratégie financière de la firme.

L'utilisation de ces instruments est souvent envisagée pour se prémunir d'une prise de contrôle inamicale et, par conséquent, la protection des intérêts de l'entreprise.

Dans le même ordre d'idée, il est à signaler que le droit de vote reste un instrument de mesure du pouvoir dans l'entreprise ; plus la participation est élevée, plus les risques encourus sont élevés. C'est un outil favorisant, donc, le pouvoir dans la société.

Ce droit attaché au certificat de droit de vote est réparti entre les actionnaires majoritaires. Ces derniers conservent ainsi le pouvoir au sein de l'entreprise, qui augmente, de ce fait, son capital en engrangeant des capitaux, mais les anciens actionnaires conservent le contrôle au sein de l'entreprise. Cela permet aux sociétés de recueillir des capitaux sans modifier leur actionnariat.

L'exploitation de ces instruments, issus de l'innovation financière, lors de financement de leur croissance, permet aux anciens actionnaires de céder une partie de leurs actions, tout en conservant le contrôle de la société.

Grossomodo, le financement à travers l'émission des nouveaux instruments de financement, permet à l'entreprise de renforcer ses fonds, tout en préservant le pouvoir de contrôle, ce qui permet de mieux se protéger contre les prises de contrôle hostile. Ces instruments permettent d'aménager les relations entre les actionnaires-investisseurs et les actionnaires-détenteurs du pouvoir au sein de la firme.

L'ensemble de ces modalités permettent un financement qui répond mieux aux objectifs des entreprises marocaines, ce qui va les encourager à recourir davantage au marché boursier, surtout si le capital familial détient la majorité des actions. Dans ce cas, l'ouverture du capital de la société au public se fera loin de toute crainte de perte de contrôle.

Après l'examen des caractéristiques des instruments financiers introduits, notre analyse se focalisera, dans ce qui suit, sur la contribution de ces instruments au financement de la croissance des entreprises marocaines. Pour ce faire, nous allons adopter une analyse statistique tout en se basant sur les données fournis par la bourse de Casablanca.

5. L'implication des instruments dans le financement des entreprises : Analyse statistique

Après l'étude des caractéristiques des instruments introduits par les autorités monétaires marocaines qui semblent être plus adaptés aux spécificités des entreprises marocaines caractérisées par la structure familiale de leurs capitaux, il s'agit dans ce point d'apprécier la contribution de ces instruments dans le financement de la croissance de ces entreprises.

Pour ce faire, nous nous sommes référés aux données statistiques fournies par les rapports annuels de la Bourse de Casablanca. L'analyse de ces données nous a permis de faire plusieurs constats. Le premier de ces constats est que les entreprises marocaines n'ont procédé à l'émission de ces nouveaux produits

que vers l'année 2000 malgré leur introduction en 1996. La première émission n'a eu lieu, donc, qu'après quatre ans de leur mise en place portant sur l'instrument "Obligations Convertible en Actions". Cette opération réalisée par la Banque Marocaine du Commerce et de l'Industrie (BMCI) en l'an 2000, a porté sur 571428 obligations.

Concernant le second constat, il semble que malgré les efforts déployés qui ont pour objectif d'asseoir de nouvelles conditions de financement plus accessibles aux entreprises, ces instruments ne sont saisis que par une partie très faible d'entreprises. Seulement quatre qui ont fait appel à ces nouveaux instruments pour se financer. Il s'agit de la banque marocaine de commerce et de l'industrie (BMCI), la société RISMA, la Compagnie Minière De Touissit (CMT), et Alliances Développement Immobilier (ADI), opérant respectivement dans le domaine bancaire, de l'hôtellerie, de l'énergie et de l'immobilier. De ce fait, il semble que, ces nouvelles opportunités de financement ne sont saisies que par une partie très faible d'entreprises. Bon nombre de sociétés marocaines manifestent un comportement de marginalisation.

Notons à ce niveau que les nouvelles modalités de financement sont peu sollicitées par les entreprises marocaines. Le volume des ressources collectées par émissions de ces instruments manifeste clairement la contribution des nouveaux instruments financiers au financement de la croissance des entreprises marocaines

S'agissant du troisième constat, il paraît que l'intérêt que porte les entreprises marocaines aux nouveaux instruments de financement demeure limité. Cela se manifeste à travers le nombre d'opérations effectuées en la matière par les sociétés cotées qui demeure très faible, soit 6 opérations d'émission depuis la date de leur introduction (1996). Il paraît que la majorité des entreprises marocaines privilégient les modalités de financement traditionnelles, en cas de besoin, au détriment des nouveaux instruments qui restent marginalisés. Chose qui manifeste que le recours à ces modalités de financement reste timide. Nous assistons donc à une sous-exploitation de ces instruments.

En ce qui concerne le dernier constat, il paraît que malgré la diversité des instruments de financement offerts, les émissions de nouveaux instruments de financement sont majoritairement prédominées par les émissions des produits de la famille des obligations. L'analyse des émissions fait apparaître un réel engouement pour les émissions des Obligations Remboursables en Actions et les Obligations Convertibles en Actions, auxquels les entreprises ont fortement recouru, depuis leur apparition. Quant aux autres instruments à savoir les Actions à Dividende Prioritaire Sans Droit de Vote, les Actions à Droit de Vote Double, les Certificats d'Investissement et les Certificat de Droit de Vote, il paraît qu'ils ont été marginalisés.

Au terme de cette analyse en matière d'implication des nouveaux instruments dans le financement de la croissance des entreprises marocaines. Nous pouvons avancer que cette implication reste en deçà des attentes. Cet état de fait se manifeste à travers plusieurs éléments que nous avons pu relever :

- * Un manque des émissions suffisantes et continues dans le temps ;
- * Six opérations portant sur les nouveaux instruments de financement depuis 26 ans environ ;
- * Seulement deux nouveaux instruments qui ont été adoptés par les entreprises pour combler leurs besoins de financement ;
- * Un nombre réduit des sociétés émettrices vu le potentiel important d'entreprises susceptibles de recourir à ce mode de financent.

De ce fait, il est à noter que les nouveaux instruments de financement, mis en place tant qu'alternative de financement pour les entreprises marocaines, n'ont pas connu une évolution appréciable. Or malgré l'ampleur des réformes accomplies, il s'est avéré que les résultats escomptés d'eux sont loin d'être atteints. Chose qui est proprement liée à la sous-utilisation de ces nouveaux instruments. Les données statistiques fournies par la Bourse de Casablanca témoignent que ces nouvelles opportunités de financement ne sont

saisies que par une partie très faible des entreprises. Alors que bon nombre de sociétés marocaines manifestent un comportement de marginalisation.

La conjonction de l'ensemble de ces éléments rend la part des nouveaux instruments dans le financement des entreprises marginale.

Conclusion :

Dans l'objectif d'améliorer le financement de l'économie, en général, et des entreprises en particulier, de nouveaux instruments financiers ont été mis en place en 1996. Il s'agit des Obligations Convertibles en Action, des Obligation Remboursable en Action, des Actions à Droit de Vote Double, des Action à Dividendes Prioritaires Sans Droit de Vote, des Certificats d'Investissement et des Certificat de Vote. Cette diversité de produits va permettre à l'entreprise de recourir à l'instrument qui lui convient pour se financer.

D'après l'étude de leurs caractéristiques, nous avons constaté que l'ensemble de ces nouvelles opportunités de financement, offre aux sociétés un financement plus adaptés à leurs profils, à leurs besoins et à leurs spécificités. Ces instruments sont donc plus appropriés aux entreprises marocaines qui sont en grand partie des entreprises familiales où les entrepreneurs sont assez réticents à partager leur pouvoir et à répartir les tâches entre les divers centres de décisions.

Après l'étude de l'adaptabilité de ces instruments et pour évaluer leur contribution au financement des entreprises marocaines, nous nous sommes référés aux données statistiques fournies par les rapports annuels de la Bourse de Casablanca. L'analyse de ces données nous a permis de constater une sous-exploitation de ces instruments et par conséquent une contribution limitée dans le financement des entreprises marocaines. Seulement quatre entreprises qui ont fait appel à ces instruments de financement et qui ont bénéficié des avantages qu'ils présentent.

Aussi, seulement deux instruments qui ont été adoptés par ces entreprises pour combler leurs besoins de financement à savoir les obligations convertibles en actions et les obligations remboursables en actions alors que les autres produits, semblent-ils marginalisés.

Cet état de chose, nous incite à s'interroger, dans nos futures recherches, sur les causes derrière la marginalisation de ces nouvelles options de financement. Il s'agit en fait, de s'interroger sur les facteurs qui handicapent le développement de ces instruments et qui entravent par conséquent leur implication positive dans le financement des entreprises.

Bibliographie

- [1] Abouch, M. (2000), Bourse des valeurs et privatisation au Maroc, *Critique économique*, N° 3.
- [2] Abouch, M.(1998), « Système financier et développement : les conditions d'un financement auto-centré au Maroc » Actes de colloque « *pour une approche alternative à l'analyse du développement* », Rabat.
- [3] Aglietta M et Reberieux A (2004), Les dérives du capitalisme financier, Editions Albin Michel
- [4] Ait Hbib A. (2022) «Financial innovation and financing of the economy: relational schema », *Revue African Scientific Journal*, Volume 3, Numéro 10, pp : 162-188.
- [5] Ait Hbib, A et Makhrouf, S (2023) « La pertinence des instruments financiers dédiés au financement des entreprises marocaines», *African Scientific Journal*, N° 3, Vol.17, 521-536.
- [6] Allouche, J., & Amann, B. (2000). L'entreprise familiale: un état de l'art. *Finance Contrôle Stratégie*, 3(1), 33-79.
- [7] Aron, D.J. & Lazear, EP.(1990), «The introduction of new products », *The American Economic Review*, Vol.80, N°2, PP : 421-426.
- [8] Barneto, P., Ouvrard, S., & Rannou, Y. (2021). Structure financière et recours aux titres hybrides: le cas des sociétés du SBF 120. *Gestion 2000*, 38(4), 19-38.
- [9] Bauer, M. (1993), *Les patrons de PME entre le pouvoir, l'entreprise et la famille*, Inter Editions, Paris.
- [10] Ben-Horim, M., & Silber, W. L. (1977). Financial innovation: a linear programming approach. *Journal of banking & finance*, 1(3), 277-296.
- [11] Berk, J., DeMarzo, P., Capelle-Blancard, G., & Couderc, N.(2014). Finance d'entreprise, 3e éd.
- [12] De Beaufort, V. (2006). *One share-One vote, le nouveau Saint Graal*. ESSEC.
- [13] Desbrières, P. (1994). Nouvelles formes de fonds propres et gouvernement de l'entreprise. *Revue d'économie financière*, (31), 81-108.
- [14] Gardès, N. (2006). finance d'entreprise. *Éditions d'organisation*.
- [15] Hester (1982), innovation and monetary control, *Revue banque*, N° 413.
- [16] Hovasse, H. (2011). Obligations remboursables en actions (ORA) et abus de droit fiscal. *La Semaine juridique-Entreprise et affaires*, 14, 50.
- [17] La loi 17-95 relative aux sociétés anonymes.
- [18] Lambrecht, P. (2019). Droit de vote double et OPA. *Revue pratique des sociétés-Tijdschrift voor rechtspersoon en vennootschap*, 2, 181.
- [19] Lancaster, (1966) «A New Approach to Consumer Theory» in *Journal of Political Economy*, Vol. 74, No. 2, April, p. 133.
- [20] Lemaire, S. (2016). Les actions à vote plural: enjeux et perspectives.
- [21] Metais, J. et Szymczak, P.(1986), *Les mutations du système financier français (innovations et déréglementation)*, La Documentation Française, Paris.
- [22] Michineau, M. (2019). Augmentation de capital. *Etudes Joly Sociétés*, (EA190).
- [23] OCDE (1989), L'évolution des activités bancaires dans les pays de l'ODDE, Paris, P : 19.
- [24] Pichet, E. (2023). *Guide pratique des obligations: 3e édition*. Séfi.
- [25] Silber, WL. (1983), "The Process of Financial Innovation", *The American Economic Review*, Vol.73, N°2, PP: 89-95.
- [26] Silber, WL.(1975), *Financial innovation*, Lexington Book, Lexington, MA.