

Royaume du Maroc
Cour des comptes



Rapport de contrôle de la gestion

Caisse de Dépôt et de Gestion
—Synthèse—

Janvier 2019

Table des matières

Introduction	1
I. Gouvernance et stratégie	2
1. Gouvernance	2
2. Planification stratégique	3
3. Contrôle interne et gestion des risques	4
II. Investissement des ressources	5
1. Participations directes	5
2. Participations à l'international	8
III. Filialisation des activités	11
1. Diversification des activités et filialisation non suffisamment maîtrisées	11
2. Banque, finances et assurances	12
3. Développement territorial et aménagement urbain	14
4. Tourisme	16
5. Logement économique et social	19
Recommandations	20
Réponse de CDG	22

Introduction

1. La Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG) est un établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière, créé en vertu du Dahir n°1-59-074 du 10 février 1959. Elle est chargée de centraliser et gérer les fonds d'épargne qui, de par leur nature, requièrent une protection spéciale. Elle est le dépositaire légal des fonds de la Caisse nationale de sécurité sociale (CNSS), de la Caisse d'épargne nationale (CEN) et d'autres dépôts et flux à caractère obligatoire ou facultatif.
2. Par ailleurs, CDG gère la Caisse nationale de retraites et d'assurances (CNRA) qui, à son tour, gère le régime collectif d'allocation de retraite (RCAR) en vertu des dispositions du Dahir portant loi n°1-77-216 du 4 octobre 1977 portant création de ce régime.
3. Les ressources de CDG, constituées de ses fonds propres et de ceux qui lui sont confiés, sont investies directement ou par l'intermédiaire de ses filiales, notamment sous forme d'actifs financiers (bons du Trésor, obligations, actions cotées, prises de participations non cotées, autres titres de créances négociables...), de prêts et avances ou d'actifs physiques dans le domaine foncier et immobilier.
4. Depuis sa création, CDG a connu des mutations profondes. Sur le plan de son activité, jusqu'aux années 1990, CDG était focalisée essentiellement sur la collecte de l'épargne et l'investissement notamment dans les bons du Trésor et le foncier. Depuis le début des années 2000, elle a diversifié son activité à des domaines relevant du développement économique et social. Au niveau de sa taille, le nombre d'entités consolidées est passé de 80 en 2007 à 143 en 2017.
5. Le modèle économique de CDG se base sur la collecte et la mobilisation d'une partie de l'épargne, sa protection et son investissement dans plusieurs domaines d'activité. A fin 2017, le portefeuille de CDG s'organise autour de trois domaines d'activité stratégiques à savoir, "épargne et prévoyance", "banque, finance et assurance" et "développement territorial".
6. Durant la période 2010 à 2017, les principaux indicateurs d'activité de CDG* ont évolué comme suit :

Tableau n°1 : principaux indicateurs financiers de CDG (en MMDH)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dépôt de la clientèle	56,7	62,93	70,01	79,6	90,9	96,9	105,7	111,9
Dont	CNSS	20,66	29,22	28,21	33,6	36,3	39,3	46,8
	CEN	12,36	18,42	13,03	20,20	22,2	24,2	27,7
Produit net bancaire	1,46	1,93	1,11	0,78	1,09	2,24	1,68	2,14
Résultat net	1,47	0,89	0,52	0,64	0,41	0,24	0,26	0,08
Charges générales d'exploitation	0,34	0,36	0,36	0,38	0,39	0,42	0,44	0,42
ROA ¹	2,0%	1,0%	0,6%	0,6%	0,4%	0,2%	0,2%	0,1%
ROE ²	12,0%	6,6%	4,2%	5,0%	3,0%	2,0%	2,1%	0,6%

*CDG -établissement public

7. La présente mission a eu pour objectif d'apprécier les aspects institutionnels et de gouvernance, le pilotage stratégique, la mobilisation et l'investissement des ressources ainsi que la politique de filialisation.

¹ ROA = résultat net / total actif- total amortissement et provisions

² ROE = résultat net / capitaux propres.

I. Gouvernance et stratégie

8. CDG a connu des mutations profondes sur plusieurs plans notamment la diversification de ses domaines d'intervention et leur extension à des activités concurrentielles et l'augmentation du nombre de filiales et participations. Toutefois, ce développement s'est fait de manière dépassant son cadre juridique. Excepté quelques amendements intervenus en 1960, le texte fondateur de CDG n'a pas connu de changements majeurs.

1. Gouvernance

9. La structure de gouvernance de CDG est prévue par son texte de création qui l'a dotée d'une Commission de surveillance, d'un directeur général et d'un caissier général.
10. En tant qu'organisme assimilé à un établissement de crédit et depuis l'entrée en vigueur de la loi bancaire de 2006, CDG est soumise aux directives de Bank Al-Maghrib (BAM). Aussi, les filiales du groupe opérant dans les activités du marché des capitaux et le secteur des assurances sont soumises aux exigences réglementaires édictées par des instances de contrôle et de régulation, notamment l'Autorité marocaine du marché des capitaux (AMMC) et l'Autorité du contrôle des assurances et de la prévoyance sociale (ACAPS).
11. Depuis 2010, la gouvernance de CDG a été renforcée par la mise en place d'instances internes, notamment le comité de coordination, le comité de direction groupe, l'entité de gestion des projets, la direction en charge de la gouvernance du groupe, le comité d'investissement et stratégie, le comité exécutif groupe, le comité de stratégie groupe et le comité des ressources humaines groupe.
12. CDG n'est pas encore dotée d'un conseil d'administration dûment constitué et siégeant en véritable organe de décision, d'administration et de contrôle du groupe.
13. L'analyse du fonctionnement des principaux organes de gouvernance, notamment la commission de surveillance et la direction générale a permis de relever les constats suivants.

■ Commission de surveillance

14. Selon l'article 3 du Dahir du 10 février 1959 susmentionné, "il est institué auprès de CDG une Commission de surveillance composée de deux membres de la Cour suprême désignés par le ministre de la justice, du ministre de l'économie nationale ou son représentant, du ministre des finances ou son représentant et du Gouverneur de la Banque du Maroc ou son représentant".
15. La Commission de surveillance ne jouit pas de pouvoirs de décision. Son rôle est essentiellement consultatif. Elle n'exerce aucun droit de regard préalable sur les stratégies projetées par la direction générale, ni sur les décisions structurant l'activité du groupe.
16. De même, sa composition n'a pas été revue depuis 1959, malgré l'évolution importante du champ d'intervention du groupe, la diversification de ses activités et la multiplication du nombre de ses filiales.
17. De plus, le texte de création de CDG ne précise ni la qualité de la personne devant assurer la présidence, ni la fréquence des réunions à tenir. Jusqu'à fin 2017, elle continue de fonctionner en l'absence d'un règlement intérieur qui régit son fonctionnement.

▪ Direction générale

18. Le Dahir de création de CDG confère au directeur général des pouvoirs de gestion très étendus. Il décide de toutes les opérations en matière d'investissement, de recrutement et de nomination dans les postes de responsabilité et même de création et suppression de structures.
19. Cette concentration de pouvoirs étendus entre les mains d'une seule personne n'est pas en adéquation avec les règles de bonne gouvernance universellement admises. Elle ne favorise pas l'instauration d'une maîtrise des risques, indispensable à la sécurisation des ressources confiées à l'établissement.

2. Planification stratégique

20. Depuis 2004, CDG s'est engagée dans une réorganisation de ses structures avec l'objectif de parvenir à une meilleure clarification de ses missions et un système de gouvernance mieux adapté. Elle a graduellement diversifié son portefeuille d'activités. Ceci a conduit à la segmentation de ses métiers en trois domaines d'activité stratégiques : (i) gestion des fonds institutionnels et de retraite, confiée à CDG via ses pôles "prévoyance" et "gestion de l'épargne", (ii) développement territorial, confié principalement à CDG-Développement et enfin (iii) banque, finance et assurance, activité exercée par plusieurs filiales notamment FIPAR, CIH, CDG-Capital, Sofac, Maroc Leasing, SCR, etc.
21. La vision stratégique du groupe CDG a changé au fil des années avec le passage d'un organisme collecteur de l'épargne et investisseur en bons du Trésor à un opérateur actif qui investit dans des activités plus risquées et dans des domaines tels que les zones industrielles, les zones Offshore, etc.
22. Pour concrétiser sa vision, CDG a élaboré plusieurs plans stratégiques (2007-2010, 2008-2012, 2011-2015 et 2018-2022). Excepté le plan 2018-2022 (non examiné par la Cour des comptes), en l'absence d'une déclinaison systématique des objectifs stratégiques en plans d'action, business plans ou plans à moyen terme, il n'a pas été aisé d'apprécier le degré d'atteinte des objectifs fixés.
23. L'examen du système de planification stratégique et de pilotage des filiales et participations a permis de faire les constats suivants :
 - non évaluation du degré d'atteinte des objectifs fixés par les plans stratégiques arrivés à terme ;
 - insuffisance des mécanismes de suivi ;
 - reporting du pilotage stratégique se limitant principalement aux indicateurs financiers ;
 - absence de mécanismes de validation, par la Commission de surveillance, des choix stratégiques des filiales, devant être la déclinaison des orientations stratégiques du groupe ;
 - insuffisance en matière de contrôle de gestion (absence d'un pilotage budgétaire groupe et de consolidation des données budgétaires, prévisionnelles et réalisées, du groupe et dispersion de la fonction contrôle de gestion entre plusieurs entités) ;
 - insuffisance du suivi par les administrateurs.

3. Contrôle interne et gestion des risques

24. En tant qu'établissement public, l'activité de CDG est principalement régie par son Dahir de création de 1959. Toutefois, l'entrée en vigueur en 2006 de la loi n°34-03³ a eu des conséquences sur le contrôle interne et la gestion des risques de CDG.

▪ En matière de contrôle interne et d'audit interne

25. L'analyse du dispositif de contrôle interne a permis de faire les constats suivants :
- insuffisance en matière de consolidation des principales faiblesses du contrôle interne ;
 - non couverture, par les interventions de la structure inspection générale et audit, de l'ensemble des métiers, des filiales et des risques liés à l'activité du groupe. Elles ne couvrent pas systématiquement les filiales qui connaissaient des difficultés de gestion et pour lesquelles des alertes ont été émises par les commissaires aux comptes et plus précisément les risques se rapportant à la continuité d'exploitation ;
 - non couverture, par les missions d'audit menées, de certains aspects et problématiques importants pour le groupe notamment le diagnostic stratégique des principales filiales, le pilotage des filiales, l'utilisation des prêts et avances accordés, les dispositifs du contrôle interne, les processus de gestion des risques et de la gouvernance des filiales.

▪ En matière de gestion des risques

26. L'analyse du dispositif de gestion des risques a permis de relever les observations suivantes :
- absence d'un dispositif de gestion des risques à l'échelle du groupe ;
 - absence de reporting consolidé sur les différents types de risques encourus par le groupe permettant de fixer les différents niveaux de contrôle et les responsabilités des différents intervenants ;
 - insuffisance en matière de gestion des risques opérationnels au niveau de CDG-établissement public ;
 - insuffisance en matière de cartographie des risques :
 - ✓ la cartographie des risques opérationnels réalisée ne concerne pas tous les risques opérationnels potentiels sauf pour l'activité bancaire et de marché ;
 - ✓ la surveillance permanente des risques et activités n'est pas exercée sur l'ensemble du groupe ;
 - ✓ retard de mise en place d'une cartographie des risques opérationnels et de dispositifs de leur suivi au niveau des filiales non soumises à la loi bancaire.
 - absence d'une évaluation globale des pertes résultant des événements significatifs au niveau des différentes structures du groupe ;
 - dépassement du coefficient de division des risques ;
 - insuffisance en matière de gestion des risques de marché notamment la non actualisation des manuels de procédures et l'absence de procédures formalisées de valorisation des positions.

³ abrogée par la loi n°103.12 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés du 24 décembre 2014

II. Investissement des ressources

27. L'examen de l'emploi des ressources par CDG a permis de relever des observations liées notamment au processus de prise de décision, au cadrage des opérations d'investissement, ainsi qu'aux conditions de gestion et au rendement des différents portefeuilles.
28. Malgré la particularité de ses ressources, CDG investit dans différentes catégories d'actifs (actions cotées et non cotées, obligations, actifs fonciers et immobiliers, prêts et avances aux filiales et participations, etc.), en l'absence d'une allocation appropriée de ses ressources optimisant le rapport risque / rendement. Par conséquent, ses choix ont abouti à une situation déséquilibrée de la structure de ses actifs en faveur des "actions" et "avances et prêts", caractérisés par des risques plus élevés que ceux liés à l'investissement en "obligataire". Cette politique a amené CDG à consommer de façon accélérée ses fonds propres économiques censés couvrir en permanence les risques qu'elle encourt.

1. Participations directes

29. Les filiales et participations directes détenues par CDG sont gérées dans le cadre d'un portefeuille dénommé "portefeuille des participations directes". A fin 2017, ce portefeuille s'élève à 41,3 MMDH, composés de 90% d'actions non cotées et 10% d'actions cotées, soit respectivement 37,2 MMDH et 4,1 MMDH.
30. Durant la période 2006 à 2017, ce portefeuille a connu un investissement additionnel de 29,8 MMDH, soit une augmentation significative de 259% imputée en grande partie à la progression importante des investissements au niveau des participations non cotées, soit un investissement additionnel de 26,5 MMDH. En revanche, l'investissement en participations cotées a évolué d'un montant additionnel de 3,3 MMDH.
31. Par rapport aux domaines d'intervention, à fin 2017, le périmètre de CDG englobe 70 filiales et participations directes contre 57 à fin 2006, parmi 143 filiales et participations composant le groupe CDG. Il concerne différents secteurs d'activité : banque de détail, participations financières portées par des holding de participations, immobilier et développement territorial, tourisme et assurance.

■ Prises de participation et création de filiales non systématiquement autorisées

32. L'examen du processus de prise de participation d'un échantillon de filiales et participations a permis de relever des cas de non-respect par CDG de l'obligation d'obtenir l'autorisation préalable du Chef du gouvernement tel qu'exigé par l'article 8 de la loi n°39-89 modifiée et complétée par la loi n°34-98, autorisant le transfert d'entreprises publiques au secteur privé. A titre d'illustration, on cite les sociétés CG Parking, Immolog, Med Resort et Arribat Center.
33. De même, il a été constaté qu'à l'occasion de création de filiales, CDG a dû recourir à des sociétés inactives pour porter de nouvelles activités ou de nouveaux projets. En effet, au lieu de respecter la procédure d'autorisation, prévue par la loi n°39-89 susmentionnée, pour la création de nouvelles filiales, CDG a fait recours aux anciennes filiales non actives à travers la modification de l'objet social, la dénomination et le capital social.

▪ **Absence de règles formalisées encadrant la gestion du portefeuille "participations directes"**

34. Malgré l'importance de l'équilibre du portefeuille en ce qui concerne l'exigence de liquidité des différentes participations, il a été noté l'absence de règles indiquant, entre autres, la proportion appropriée des valeurs cotées à avoir en permanence dans le portefeuille.
35. Ainsi, en l'absence de règles formalisées propres à la gestion du portefeuille dans sa globalité, force est de constater que la structure actuelle du portefeuille n'est que la résultante des opérations initiées par CDG et non d'une vision globale prédéfinie.
36. De même, la Cour des comptes note une insuffisance sur le plan de la rationalisation et de la diversification du portefeuille de CDG tenant compte de ses missions, ses orientations stratégiques et les périmètres d'intervention réservés aux filiales métiers.
37. Aussi, convient-il de signaler que le portefeuille "participations" est géré, au niveau de CDG, en l'absence de règles prédéfinies encadrant la gestion en ce qui concerne la concentration des investissements, l'exposition limite maximale par secteur et par investissement et le niveau du rapport risque / rendement escompté par secteur cible.

▪ **Concentration de l'effort d'investissement sur un nombre limité de filiales et participations**

38. A fin 2017, la structure du portefeuille "filiales et participations" est dominée par neuf entités sur un total de 70, concentrant à elles seules 76% de l'encours global exprimé en valeurs comptables. En outre, 90% des investissements additionnels engagés, entre 2006 et 2017, soit environ 26,8 MMDH, ont été concentrés sur huit participations et filiales dont l'encours est passé de 6 MMDH à 32,7 MMDH. A signaler également qu'à fin 2017, les filiales et participations constituent 79% du portefeuille global des participations contre 52% à fin 2007.

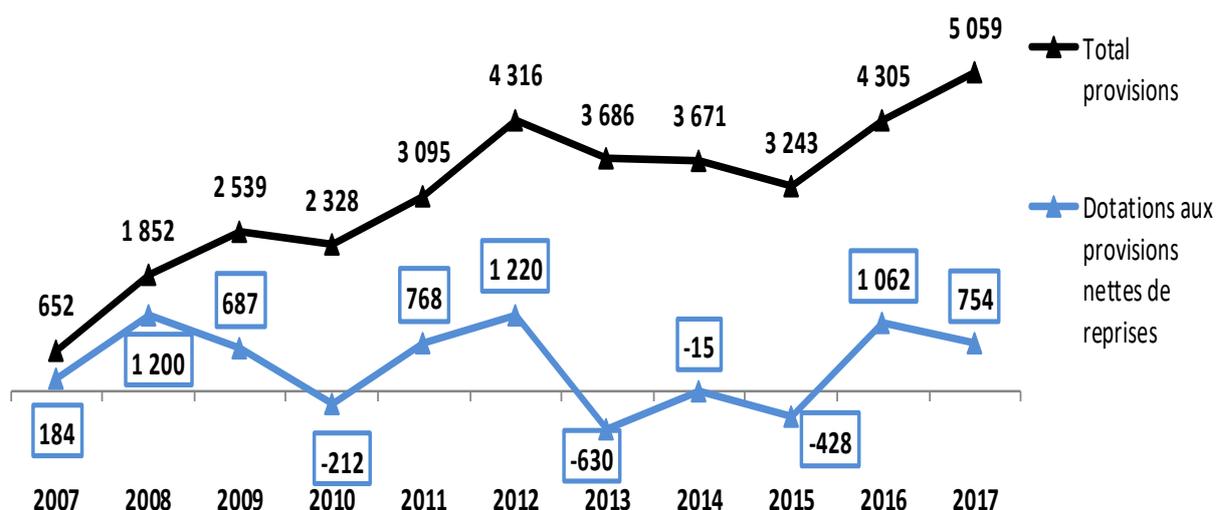
▪ **Rendement du portefeuille en baisse**

39. L'examen de cet aspect révèle une tendance baissière du rendement des participations depuis 2008. En effet, le taux de rendement est passé de 6,6% en 2008 à 2,5% en 2014, puis à 5,6% en 2015 à l'exception de l'exercice 2011 où CDG avait constaté des dividendes importants de près de 1,6 MMDH, ce qui a permis d'afficher un taux de rendement de 5,8%.
40. La performance du portefeuille participations de CDG est impactée par plusieurs facteurs dont principalement la situation financière difficile dont souffrent certaines participations importantes telles que CMVT International, Acacia participations⁴ et d'autres comme les ex. hôtels du CIH ou la BNDE.
41. Le rendement du portefeuille participations directes est également impacté par le poids de filiales opérationnelles et d'autres en phase d'investissement qui ne génèrent pas encore de dividendes, notamment Foncière-Chellah et certaines sociétés-projets au niveau de CDG-Développement tels que l'Agence d'Urbanisation d'Anfa (AUDA) et la Société d'Aménagement de Zenata (SAZ).

⁴ holding portant la participation dans le capital de Médi 1 TV

■ Situation dégradée de certaines participations

42. A fin 2017, le portefeuille des participations directes de CDG a été couvert par des provisions à hauteur de 5,1 MMDH concernant 32 filiales et participations. Cette détérioration représente 12% de l'encours du portefeuille global.
43. Ainsi, 93% de ces provisions, soit 4,7 MMDH, concerne 11 participations et filiales dont cinq s'accaparent 76% du total des provisions. D'un côté, la dégradation du fonds Madaef et de Holdco et d'autre côté, la situation financière de certaines filiales à savoir la CGI et CDG-Développement a pesé sur le provisionnement de la globalité du portefeuille des participations.
44. Aussi, 25% des provisions constatées en 2015 ont été imputées à la dégradation des participations cotées suite à la baisse de la valeur de certains titres tels que BMCE-Bank, Holcim et Atlanta. Par ailleurs, à fin 2017, sept participations d'une valeur totale d'acquisition de 343,4 M DH ont été totalement provisionnées.
45. Tel qu'il ressort du graphique ci-après, les provisions pour dépréciation des titres de participations directes de CDG ont évolué entre 2007 et 2017 de 652 M DH à 5.059 M DH, soit une augmentation de 776%. Ceci est le résultat des détériorations successives du coût de risque qui a atteint 1,1 MMDH à fin 2016 malgré les efforts déployés depuis 2008 où il a culminé à 1,2 MMDH.



Source : CDG-retraitement Cour des comptes

2. Participations à l'international

46. Dans le cadre des investissements à l'international, CDG a investi entre juin 2006 et décembre 2007, environ 6,5 MMDH en prises de participations dans Club Méditerranée, Vivendi et TUI AG.

L'examen de l'investissement à l'international a permis de relever les constats suivants :

■ Absence de vision stratégique

47. La décision de diversification des actifs par l'acquisition de participations à l'étranger ne découle pas de vision stratégique faisant prévaloir les contraintes de CDG, notamment la sécurisation de ses fonds. En effet, cette dernière n'a pas défini au préalable un modèle approprié d'intervention sur le marché international issu d'études approfondies qui tiennent compte de l'allocation globale de ses actifs et des règles d'investissement prudentes précisant notamment les secteurs cibles, les exigences en ce qui concerne la rentabilité et le niveau du risque, l'horizon d'investissement, la stratégie de sortie et les limites d'exposition concernant l'investissement, la catégorie d'actifs, les devises et les contreparties.
48. En s'exposant à l'international, le choix de diversification n'a pas été en ligne avec la politique d'investissement du groupe. En effet, il ressort de l'examen du plan stratégique 2007-2010 ainsi que des procès-verbaux des réunions de la Commission de surveillance depuis 2002 jusqu'à l'acquisition de la première participation à l'étranger, l'absence d'orientations prévoyant, directement ou indirectement, une éventuelle diversification du portefeuille à travers des prises de participations à l'international. En plus, cette décision n'a pas fait l'objet d'examen préalable par la Commission de surveillance.

■ Exposition significative

49. CDG s'est orientée vers l'investissement en titres cotés à l'international bien qu'elle manquait d'expérience dans ce domaine. Qui plus est, elle a engagé des ressources importantes sans qu'elle s'entoure des précautions nécessaires pour rationaliser l'investissement et mettre en œuvre les principes de gestion prudente.
50. En effet, malgré l'importance et la multitude des risques d'exposition à l'international, cette diversification a été déployée selon un rythme accéléré et a été accompagnée d'une concentration d'un volume d'investissement significatif sur un nombre réduit de valeurs.
51. Entre juin 2006 et décembre 2007, CDG a engagé environ 6,5 MMDH de ressources dont 2,8 MMDH en fonds propres et 3,7 MMDH en dettes de financement.
52. Les participations Club Med et TUI AG présentaient, au moment de la prise de participation, des facteurs de risques rendant incertaines les perspectives de cet investissement en ce qui concerne le potentiel de remontée de dividendes et de rendement suffisamment attrayant pour justifier le recours à ces prises de participations.
53. En conséquence, à fin 2013, le portefeuille des participations à l'international de CDG, est valorisé à environ 3,25 MMDH et comporte des moins-values latentes d'environ 0,75 MMDH tenant compte de la plus-value réalisée suite à la cession du produit de couverture du risque "Collar" TUI AG.
54. A noter que CDG a totalement cédé en 2014 les titres TUI AG (portés par la filiale TCM), et en 2015 les titres Club Med et Vivendi (portés par CMVT International). Le solde de la

cession des trois participations sur la période 2006-2015, soit une durée d'investissement de neuf ans, se présente comme suit :

Tableau n°2 : Solde de la cession de trois participations à l'international (en M DH)

	+/- valeurs réalisées	Produits des titres de participation (dividendes principalement)	Solde
TUI AG	175	45	220
Club Med	-335	8	-327
Vivendi	-421	658	237

Source : CDG

▪ **Remontées de dividendes faibles et non régulières**

55. L'examen de cet aspect a permis de constater que les dividendes remontés par les participations à l'international ont été faibles et non réguliers.
56. Vivendi était la principale participation qui remontait des dividendes à un rythme régulier. Elle a remonté sur toute la période un total de 706 MDH, soit 93% de l'ensemble des dividendes perçus.
57. Quant à la participation TUI AG, elle a remonté des dividendes de 36 MDH et de 17 MDH respectivement en 2008 et 2014. Enfin, la participation Club Med, n'a jamais remonté de dividendes depuis son acquisition en juin 2006.

▪ **Dépréciation durable des participations à l'international**

58. Dès leur acquisition par CDG, les valeurs Club Med, TUI AG et Vivendi ont connu des détériorations significatives de leurs cours boursiers.
59. En conséquence, les filiales CMVT International et TCM (filiales porteuses des investissements à l'international) ont dû constater dès leur création, des provisions importantes dont le niveau est resté significatif jusqu'à la cession de leurs participations en 2014/2015. Ainsi, le taux de provisionnement des participations a atteint des niveaux élevés. Il a dépassé les ¾ de la valeur d'acquisition de la participation TUI AG et se situait à environ 60% de la valeur des participations Club Med, Vivendi.

▪ **Situation financière alourdie par le poids des charges d'intérêts**

60. En plus des provisions importantes consécutives à la dégradation de la valorisation des trois participations, il convient de noter que la situation financière des filiales CMVT International et TCM a été alourdie par les charges d'intérêts des dettes de financement découlant du recours massif à l'endettement pour le financement de ces participations.
61. Ainsi, le total des charges d'intérêts supportées, entre 2007 et 2015, dans le cadre des investissements à l'international, a atteint 970,03 MDH soit 599 MDH et 371,03 MDH respectivement pour CMVT International et Teck Capital Management, et ce suite à un niveau moyen d'endettement global dépassant 2 MMDH pour les deux filiales, variant entre 1,47 MMDH constatés en septembre 2008 et 2,93 MMDH enregistrés à fin septembre 2011.
62. En vue d'atténuer le poids des charges d'intérêts sur les résultats, plusieurs actions ont été entreprises depuis 2008 en s'appuyant en grande partie sur les dividendes remontés, les

produits de cession et la cession du produit de couverture "Collar" dans le cas de la participation TUI AG.

▪ **Situation nette dégradée suite aux pertes cumulées**

63. L'examen de la situation financière des filiales CMVT International et TCM, entre 2007 et fin 2015, a permis de constater des niveaux importants de pertes subis par les deux filiales. La filiale TCM portant la participation TUI AG a enregistré des pertes successives durant la période 2007 à 2015 d'un montant total de 1,46 MMDH contre des résultats bénéficiaires de 1,29 MMDH, soit un solde négatif de 170 M DH.
64. Quant à la filiale CMVT International, le total des pertes s'est établi à 2,75 MMDH contre des résultats bénéficiaires constatés en 2010 et de 2012 à 2015 d'un montant total de 1,8 MMDH, soit un solde négatif de 950 MDH.
65. La situation nette des filiales CMVT International et TCM a subi une forte dégradation depuis leur premier exercice sous l'effet des pertes cumulées. Ces dernières ont dépassé, à plusieurs reprises, les 3/4 du capital social et par conséquent, la situation nette des deux filiales s'est située, pendant plusieurs exercices, à moins du 1/4 du capital social encourageant ainsi un risque significatif compromettant leur continuité d'exploitation.

▪ **Cessions à perte de certaines participations**

66. Les résultats déficitaires cumulés par CMVT International et TCM ont été partiellement compensés par des reprises sur provisions dont une partie est consécutive à la réalisation de certaines opérations de cession de titres dont la plupart s'est soldée par des pertes. A fin 2013, le total des pertes sur cession des titres de participations à l'international, a atteint 296,09 M DH contre une plus-value réalisée en juin 2010 de 50,82 M DH.

III. Filialisation des activités

67. En ce qui concerne la filialisation des activités, le choix stratégique entamé essentiellement depuis 2004 a amorcé une évolution du groupe CDG découlant des investissements importants à travers ses filiales. Depuis 2006, une rupture a été constatée matérialisée par des investissements de plus en plus importants dans le portefeuille actions. Entre 2006 et 2015, l'encours du portefeuille actions participations en valeurs d'acquisition a été multiplié par 2,5 fois, passant de 11,5 MMDH à 29 MMDH.
68. Cette évolution accélérée des investissements s'est également traduite par une multiplication des filiales et participations dont le nombre est passé de 80 en 2007 à 143 en 2017.
69. A fin 2017, les principaux contributeurs au résultat du groupe CDG sont CDG-établissement public, Fipar-Holding et CIH. D'autres filiales y contribuent négativement, en l'occurrence CGI et CDG-Développement.

L'examen de cet aspect a permis de relever les constats suivants.

1. Diversification des activités et filialisation non suffisamment maîtrisées

70. Excepté deux études réalisées en 2004 et 2008, portant respectivement sur le transfert de l'activité immobilière et l'ingénierie et la répartition des activités entre CDG-Développement et Fipar-Holding, il a été relevé l'absence d'une feuille de route permettant de définir notamment :
 - la forme convenable d'entrée dans un secteur d'activité : création nouvelle, alliance, prise de participation, etc. ;
 - la préparation de stratégies de sortie ;
 - l'étude des différents risques liés à sa mise en œuvre ainsi que les besoins qui en découlent sur les plans organisationnel, ressources humaines, financement, dispositifs, procédures et systèmes d'information nécessaires ;
 - l'élaboration d'un plan de financement pluriannuel prévoyant les ressources nécessaires et les sources adéquates pour financer la croissance des investissements lancés suite à la filialisation des métiers.
71. La filialisation a entraîné la disparition de plusieurs structures de CDG et le redéploiement total ou partiel de ses activités et une partie de ses effectifs vers de nouvelles structures créées pour l'occasion.
72. Par ailleurs, il convient de noter que la Commission de surveillance n'a pas été consultée au sujet des règles de gouvernance devant sous-tendre la relation entre CDG et ses filiales et participations. En fait, bien qu'elle ait conduit à plus d'autonomie de ces entités, la filialisation s'est traduite par la sortie des métiers transférés aux filiales du champ de contrôle de la Commission de surveillance.
73. Opérée à un rythme élevé, la filialisation n'a pas été accompagnée par la mise en place des moyens organisationnels, humains et techniques adéquats et indispensables au pilotage des activités filialisées. En effet, le transfert des activités de CDG vers ses filiales n'a pas été encadré par un dispositif de contrôle approprié prévoyant les instances à même d'assurer le contrôle des opérations réalisées par CDG via ses filiales.

74. Enfin, il est noté l'absence d'une définition et distinction claires entre les activités considérées d'intérêt général et celles dites concurrentielles. En effet, bien que le principal objectif de la filialisation est de clarifier les logiques d'intervention de CDG et la séparation de ces deux types de champs d'intervention, il est constaté que la réorganisation des activités qui s'en est suivie n'a pas permis de faire cette distinction. L'exercice, par les mêmes structures de ces deux types d'activités, a été évoqué à plusieurs reprises par la Commission de surveillance.
75. De plus, l'exercice d'activités concurrentielles par CDG ne manque pas de rendre ses concurrents sceptiques à son égard. Son statut d'établissement public, gestionnaire de certains régimes de retraite (RCAR et CNSS) et de l'épargne privée collectée par la Caisse d'épargne nationale, lui confère un avantage concurrentiel par rapport à ses concurrents dans la mesure où elle aide ses filiales à travers plusieurs mesures notamment l'accord de prêts, la mise à leur disposition du foncier à des conditions avantageuses et l'octroi de garanties.
76. La diversification du portefeuille du groupe CDG et l'investissement dans plusieurs domaines d'activité n'ont pas toujours été générateurs de résultats positifs. Certaines filiales rencontrent des difficultés pour rentabiliser leurs investissements, générer suffisamment de cash et créer de la valeur pour le groupe.
- L'examen des activités "banque, finances et assurance", "développement territorial" et "tourisme" atteste de ces constats.

2. Banque, finances et assurances

77. CDG intervient via plusieurs filiales et participations opérant dans le segment "banques et activités financières" composé des activités de banque de détail, banque d'investissement, crédit à la consommation, crédit-bail, holding de participations financières, fonds d'investissement ainsi que d'autres métiers de la finance et le segment "assurance" qui comprend les activités de réassurance.
78. Le tableau ci-dessous présente, à fin 2017, le volume des investissements et le nombre des filiales et participations dans l'activité "banque et activités financières".

Tableau n°3 : Investissement, filiales et participations dans l'activité "banque et activités financières"

Activités	Nombre de filiales et participations	Encours d'investissement (en M DH)	Poids / Portefeuille global (en %)
Portefeuille des participations	70	41 270,31	-
Portefeuille BAF	36	15 780,05	38%
Banque de détail	6	7 775,71	19%
Holding de participations financières	5	5 688,55	14%
Assurance et réassurance	3	857,60	2%
Métiers de la finance	8	886,19	2%
Fonds d'investissement	14	572,01	1%

Source : CDG - retraitement Cour des comptes

79. La position de CDG dans cette activité ne découle pas souvent d'une vision et ambition stratégiques volontaristes. En effet, CDG s'est trouvée dans certaines activités soit, en raison du rôle historique qu'elle a joué dans le secteur financier à l'occasion des différentes étapes de développement du pays, soit, à cause de sa contribution à la redynamisation et la restructuration de certaines institutions (CIH, Sofac, Finéa, Maroc Leasing et BNDE) dans

lesquelles elle a joué un rôle important dans leur redressement à travers son implication en tant qu'actionnaire de référence.

80. En ce qui concerne les chiffres consolidés, la contribution par segment d'activité au résultat du groupe CDG, durant la période 2008 à 2015, révèle une prédominance des activités relevant des segments "banques et activités financières"⁵ et "assurance" avec des contributions positives importantes sur toute la période, contre des contributions négatives importantes constatées au niveau du segment "fonds et sociétés d'investissement".

81. L'examen de l'intervention de CDG dans le domaine d'activité "Banque, finances et assurance" suscite les constats suivants :

- **Intervention dans l'activité "banque de détail"** : à fin 2017, CDG est présente dans l'activité de banque de détail⁶ via la filiale Massira Capital Management (MCM) détenant 71% dans le capital de CIH-Bank et des participations minoritaires de 8,5% et 10% respectivement dans le capital de BMCE-Bank et du Crédit Agricole du Maroc (CAM). Ces trois participations représentent 18% du portefeuille global des participations détenues par CDG soit, un investissement total de 7,42 MMDH. Bien qu'elle ait investi 3,8 MMDH au niveau de BMCE-Bank et CAM, CDG n'exerce pas l'activité de banque de détail et se limite à son rôle d'investisseur financier.
- **Intervention dans l'activité "banque d'affaires et d'investissement"** : CDG intervient dans cette activité via sa filiale CDG-Capital. Au total, malgré le repli des indicateurs de CDG-Capital de 2007 à 2017, sa performance financière reste à des niveaux satisfaisants, avec une rentabilité moyenne des fonds propres de 17% et une rentabilité moyenne des actifs de 3,5%. Globalement, CDG-Capital est une filiale en croissance mais qui reste encore dépendante des affaires intra-groupe et de l'activité des clients propres de CDG qu'elle lui confie. Cela se fait dans le cadre de mandat d'assistance (conservation des titres, gestion des fonds sous mandat, gestion d'actifs et gestion de trésorerie). Certaines filiales de CDG-Capital manquent d'ouverture sur des clients en dehors du périmètre du groupe. A signaler que certaines filiales n'opèrent pratiquement qu'au service de CDG et de ses démembrements.
- **Intervention dans l'activité "réassurance"** : CDG intervient dans ce métier via la Société Centrale de Réassurance (SCR) qu'elle avait créée, en mars 1960, en vertu d'une convention signée avec l'Etat. L'objet social de la SCR consiste à effectuer des opérations de réassurance légale, concédées ou conventionnelles. Elle assure également des missions de régulation et sécurisation face aux turbulences internationales en participant à la conservation des primes au niveau national et à la mobilisation de l'épargne qu'elle place au service du marché marocain.

La SCR passe par un tournant important en raison de la fin de la cession légale⁷ suite à l'entrée en vigueur de l'accord de libre-échange avec les Etats-Unis en 2006 et le démantèlement progressif du mécanisme de cession légale.

⁵ Les Fonds et sociétés d'investissement ont été distingués du segment "banque et activités financières" en vue de mieux apprécier leurs contributions à la performance du groupe CDG.

⁶ Hors BNDE (en liquidation).

⁷ La convention du 9 mars 1960 entre l'Etat et la SCR concède à cette dernière, à titre exclusif, la cession légale et fait obligation aux sociétés d'assurances de céder à la SCR une part de leurs primes des affaires directes, qui ne doit pas dépasser 10%. Ainsi, la SCR absorbe une part non négligeable de la réassurance locale de près de 72% des primes cédées par le marché.

3. Développement territorial et aménagement urbain

82. L'activité développement territorial est portée essentiellement par la holding CDG-Développement. A fin 2017, celle-ci a consolidé 67 filiales et participations dont 47 détenues à plus de 50%.
83. L'activité aménagement urbain est confiée notamment à quatre sociétés porteuses de grands projets territoriaux, à savoir l'Agence d'urbanisation et de développement d'Anfa (AUDA), la société d'aménagement Zenata, Jnane Saïss-Développement et la société nationale d'aménagement communal (Sonadac). Cette activité contribue de façon mitigée au résultat du groupe dans la mesure où durant dix ans (2008 à 2017), elle est restée négative à l'exception des années 2013, 2015, 2016 et 2017 où AUDA a commencé à commercialiser ses produits.

L'analyse des différentes filières de cette activité a débouché sur les constats suivants :

■ Filière bois

84. Cette activité comprend la production de bois, la gestion d'actifs forestiers, la fabrication de la pâte à papier et la production du papier par trois sociétés détenues par CDG-Développement à savoir Cellulose du Maroc (production de la pâte à papier), Eucaforest (fonds dédié à la production et à l'approvisionnement en bois d'industrie pour le compte de Cellulose du Maroc) et Med Paper (industrie du papier).
85. Cette filière est structurellement déficitaire et détruit de la valeur. Le tableau suivant présente la part de cette filière dans le résultat groupe de CDG-Développement durant la période 2008 à 2017 :

Tableau n°4 : part de la filière "bois" dans RN groupe de CDG-Développement (en MDH)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Eucaforest	92,56	-1,59	2,49	6,33	30,04	-67,42	0,9	-62,66	-16,24	-14,21
Cellulose	-23,51	-60,43	113,12	-23,02	-56,4	-211	-75,33	-114,22	-33,67	-10,56
Med Paper (ex Papelera)	-5,91	-40,31	-1,73	-1,46	-16,86	-4,1	-9,38	-5,26	-21,99	0,00
Total pôle	63,14	-102,33	113,88	-18,14	-43,21	-282,51	-83,81	-182,14	-71,91	-24,76

Source : CDG

- **Cellulose du Maroc** : acquise par CDG en 2004, elle est détenue à hauteur de 90% par CDG-Développement (filiale à 100% de cette dernière). L'analyse des principaux indicateurs financiers, notamment les résultats d'exploitation et net, a permis de relever que ceux-ci sont en dégradation continue. Par ailleurs, la société encourt un risque sérieux de continuité d'exploitation du fait des pertes cumulées. Les capitaux propres ne représentent que 13% du capital social au lieu d'un minimum de 25%.
- **Fonds Eucaforest** : détenu à 100% par la société Cellulose du Maroc, celui-ci est un véhicule d'investissement dédié à la gestion des concessions forestières, à la production et à l'approvisionnement en bois d'industrie dont la majeure partie de la production est destinée à la Cellulose. L'analyse des principaux indicateurs financiers tels que le résultat net, le rendement des fonds propres et la rentabilité des capitaux investis, a permis de relever que ceux-ci ne cessent de se dégrader d'année en année. Aussi, les dettes ont culminé à 2,8 fois les fonds propres.
- **Med Paper** : fruit de la fusion absorption entre Papelera et Safripac, cette société est spécialisée dans la fabrication et la transformation du papier pour impression, édition,

écriture et emballage. CDG-Développement détient 36% de son capital. L'analyse des principaux indicateurs financiers a permis de relever que malgré une amélioration du résultat d'exploitation, le résultat est resté négatif. En outre, la société est endettée dans la mesure où ses dettes financières représentent 2,6 fois ses fonds propres et les charges d'intérêt absorbent plus de 68% du résultat d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissement (EBITDA). À compter de 2009, elle a enregistré un rendement des fonds propres et des capitaux investis négatif ainsi qu'une trésorerie négative.

- **Aiglemer** : filiale à 100% de CDG-Développement depuis décembre 2008, elle a été rachetée par le groupe à un dirham symbolique dans le cadre de la fusion entre les sociétés Pepelera de Tétouan et Safripac. Cette société a été rachetée en arrêt d'activité et se trouve toujours en phase d'assainissement juridique et fiscal.

86. En conclusion et à travers l'analyse ci-dessus, il ressort que cette filière détruit de la valeur plus qu'elle n'en produit. Pour apporter des solutions à cette situation, les plans stratégiques adoptés par CDG ont formulé des orientations dans le but de maintenir la gestion forestière et sortir de l'activité pâte et papier. Aussi, à l'issue de la revue stratégique du portefeuille de CDG-Développement réalisée en 2010, il a été recommandé à cette dernière de se désengager de ce secteur d'activité.

■ Sociétés de développement local

87. CDG a procédé à la création de sociétés de développement local en partenariat avec les villes de Casablanca, Marrakech et Témara pour la réalisation de projets au service de la collectivité et des citoyens.

88. L'examen des performances de cette activité fait ressortir que celle-ci détruit de la valeur puisque la contribution au résultat consolidé de CDG-Développement est structurellement déficitaire. Le tableau suivant illustre ce constat :

Tableau n° 5 : Contributions des sociétés de développement local au RNPG de CDG-Développement (en MDH)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Casa Développement	-1,1	-0,16	-0,36	0,03	0,45	-0,09	-0,51	-1,27	0,37	0,92
Rabat Parking	0	0	-0,9	-1,18	-0,14	-0,17	1,49	-0,1	-1,23	-1,47
Témara Développement	-0,8	-1,61	-1,45	-0,59	-0,8	-0,28	-0,01	-0,18	-0,68	-1,56
Avilmar	0	-0,07	-2,56	-1,51	-1,16	-3,34	0,29	0,28	-1,26	-0,86
CG Park	-4,57	-0,68	-3,66	-2,84	-2,56	-12,04	-10	-12,25	-10,67	-10,44
Total pôle	-6,47	-2,52	-8,93	-6,09	-4,2	-15,93	-8,74	-13,53	-13,47	-13,40

Source : CDG

■ Activité services

89. L'activité "services" englobe les métiers de l'ingénierie et des services. Certaines sociétés opérant dans ce secteur connaissent des difficultés d'exploitation notamment la Société forestière de CDG (SF-CDG), en arrêt d'activité depuis 2014 et la société Norea. Ces sociétés encourent un risque de continuité d'exploitation dans la mesure où elles ont des situations nettes inférieures à 25% de leur capital social.

4. Tourisme

90. L'intervention de CDG dans le secteur touristique vise à accompagner la politique menée par l'Etat pour atteindre les objectifs des visions 2010 et 2020. Il s'agit notamment d'aménager et/ou développer de nouvelles destinations émergentes (stations du plan Azur, stations du plan Biladi et nouvelles destinations touristiques) et d'investir dans les régions émergentes.
91. Cette activité est portée à la fois par CDG-établissement public, par certaines filiales de CDG-Développement et par Madaef. A fin 2017, CDG a consolidé dans sa comptabilité 37 filiales et participations dont 29 sont détenues à plus de 50%.
92. De 2008 à 2017, l'activité touristique enregistre des résultats négatifs et une participation structurellement négative au résultat du groupe CDG.

L'examen de l'intervention de CDG dans le domaine d'activité touristique suscite les constats suivants :

■ Performance de l'activité "tourisme"

93. En l'absence d'une vision claire en matière de stratégie et de gouvernance de cette activité, il a été relevé une faible rentabilité malgré l'importance des investissements engagés. L'analyse des états financiers d'un échantillon de 10 entités⁸ pendant la période 2007 à 2012 corrobore ce constat. Plusieurs filiales, présentant des difficultés pour créer de la valeur pour le groupe, ont été jugées comme présentant un risque compromettant la continuité de leur exploitation.
94. Ainsi, plusieurs entités affichaient des résultats nets déficitaires, générant ainsi des pertes cumulées importantes et une capacité d'autofinancement négative, grevant significativement les capitaux propres. De même, les capitaux investis n'ont pas été couverts par des ressources stables dénotant d'une situation financière déséquilibrée.
95. En outre, les sociétés objet d'analyse sont surendettées. Le total des dettes représente en moyenne 90% du total bilan, ce qui risque de les empêcher de faire recours au financement par crédit bancaire et encore moins distribuer des dividendes. D'ailleurs, aucune remontée de dividendes n'a eu lieu par ces sociétés pendant la période analysée.
96. Par ailleurs, plusieurs entités enregistrent une trésorerie nette négative montrant que le besoin de financement global est important.
97. Pour le cas particulier des hôtels achetés auprès du CIH, CDG a entamé une action d'assainissement de leur situation sur les plans foncier, juridique, fiscal et social. Toutefois, elle rencontre des difficultés à rentabiliser ces hôtels malgré les actions de redressement menées et les ressources importantes engagées sous forme de prêts (19 prêts octroyés pour un montant total de 211 M DH).

Par ailleurs, l'analyse des business plans de ces sociétés de 2013 à 2020 fait ressortir des résultats négatifs. Ainsi, le total de pertes prévisionnelles s'élève à 70,2 M DH.

■ Stratégie d'investissement dans le secteur touristique

98. Pour la mise en œuvre de sa vision, des investissements importants ont été engagés dans le secteur, représentant 26% du total des investissements programmés sur la période 2011 à

⁸ Madaef, Hôtel Mamounia, SHRA, Norea, Resort CO, SAI M'diq, SIM, HRM, SHN et Hôtels Mahd Salam.

2015, soit un montant de 9,95 MMDH dont 7,16 MMDH ont été réalisés. Sur la période couverte par le plan stratégique 2018-2022, les investissements projetés s'élèvent à 6,54 MMDH.

99. Sur un montant total de 14 MMDH d'investissement, 8,3 MMDH ont été réservés aux projets d'aménagement des stations touristiques Saidia et Taghazout. Le reste, soit 5,7 MMDH, est réservé à la réalisation et la rénovation de 12 hôtels (hors stations) à l'horizon 2022. A fin 2017, le nombre d'actifs en exploitation est de 26, dont 13 gérés par HRM.
100. L'engagement important du groupe CDG dans le secteur touristique n'est pas suffisamment encadré par des règles relatives notamment à la rentabilité minimale, le niveau de risque maximal, l'horizon d'investissement, la stratégie de sortie, les limites d'exposition en ce qui concerne l'investissement maximal et le risque de se substituer au secteur privé sachant que CDG intervient sur toute la chaîne de valeur y compris l'exploitation hôtelière.
101. En outre, il a été constaté que l'investissement dans les stations concernées par le plan Azur a été dicté par le besoin de relancer l'activité de ces stations ayant connu des retards importants dans leur réalisation notamment celles de Saidia et de Taghazout.
102. De même, la position de CDG au niveau du développement hôtelier est inadaptée du fait de la multiplicité du positionnement des projets dans des destinations non matures et à faible potentiel de développement.
103. Il est à noter que l'étude réalisée en 2011 par un cabinet conseil a préconisé le désengagement progressif de l'activité de gestion de certaines unités hôtelières, à l'occasion notamment de leur rénovation.

■ **Positionnement du groupe CDG dans les activités touristiques**

104. Plusieurs entités du groupe CDG interviennent sur toute la chaîne de valeur touristique de manière isolée et sans coordination en ce qui concerne la stratégie, la conception et la mutualisation des moyens. En effet, il a été relevé la présence des mêmes sociétés filiales sur un ou plusieurs maillons de la chaîne de valeur, en l'occurrence la gestion des investissements, des fonds, des projets, des actifs ainsi que la gestion hôtelière.
105. Ainsi, il a été constaté que le positionnement sur toute la chaîne de valeur ne découle pas de vision stratégique partagée par les filiales intervenant dans le secteur du tourisme. En effet, CDG n'a pas défini, au préalable, un modèle approprié d'intervention précisant les maillons cibles, les catégories d'actifs et le périmètre des filiales.
106. De même, la présence du groupe sur toute la chaîne de valeur et parfois sur le même composant crée une redondance entre différentes entités et instances de décision et ne permet pas de quantifier de manière précise les engagements financiers consolidés du groupe dans le secteur et d'arrêter une stratégie optimale d'allocation des ressources.

■ **Multiplicité des intervenants**

107. Dans le cadre de la réorganisation de ses activités en matière d'investissement, CDG a procédé en 2004 à la création de CDG-Développement et lui a confié la gestion des participations et filiales spécialisées dans l'activité touristique. Ainsi, il a été procédé au transfert de l'ensemble des participations initialement détenues par CDG, à l'exception de celles dans la société hôtelière La Mamounia, le fonds d'investissement touristique Madaef, la société immobilière de la mer (SIM) et les actifs hôteliers suivants : Jnane Fès, Moulay Yacoub, Sidi Harazem et Ouzoud.

108. Pour l'accompagnement des pouvoirs publics dans le secteur touristique, CDG-Développement a pris des participations dans trois stations balnéaires (Saidia, Mazagan et Taghazout) et dans le projet touristique Oued Chbika.
109. En outre, en matière d'aménagement des zones touristiques intégrées, Medz, filiale de CDG-Développement, a procédé à la prise de participation de 34% dans la société d'aménagement et de valorisation de Cala Iris dans la province d'Al-Hoceima (SAVCI). Dans le cadre de l'aménagement de la zone d'Oued Fès, elle a créé, en avril 2009, sa filiale "Oued Fès".
110. Pour sa part, CDG a procédé en 2011 à l'acquisition de sept actifs hôteliers⁹ du CIH pour un montant de 725 M DH. Cette acquisition s'inscrit dans le cadre de la restructuration de CIH-Bank. Elle visait à lui permettre de libérer 77 M DH de ses fonds propres supplémentaires afin d'améliorer son ratio de solvabilité et son coefficient de liquidité.
111. CDG a poursuivi son développement en investissant dans plusieurs projets touristiques à travers la filiale Madaef. En 2010, via la société "New Marina Casablanca", en 2013 à travers la Société Hôtelière de Rabat ainsi que la prise de participation dans le capital des sociétés Club Med, la société de développement de résidences touristiques (SDRT) et SIM.
112. En ce qui concerne l'organisation, l'activité touristique est partagée entre plusieurs filiales et sous filiales portant les actifs et projets touristiques. Ainsi, il a été relevé qu'environ 40 fonds et véhicules d'investissement et de gestion interviennent dans l'activité touristique avec des niveaux superposés, en l'absence de liens clairs.
113. Cette situation crée une forte complexité opérationnelle, rend difficile la délimitation de l'activité touristique et aboutit à une dilution des responsabilités entre les entités, en l'absence d'une structure chargée de coordonner, d'harmoniser les politiques d'intervention, de capitaliser sur les expériences, de mettre en réseau les fonctions support et de mutualiser les centres de coûts.
114. Par ailleurs, il est noté un niveau faible d'intégrabilité ne favorisant pas la performance opérationnelle et l'exploitation des synergies potentielles. Ainsi, il a été relevé un manque de synergies dans l'élaboration des critères de sélection des gestionnaires des actifs hôteliers, au niveau de la mutualisation des fonctions support, des coûts opérationnels, de la mise en place de contrats-cadres relatifs aux aspects financiers, opérationnels et/ou techniques. Aussi, l'absence de synergie est observée entre les entités du groupe dans la mutualisation des expertises et des ressources qualifiées, du fait notamment de la taille réduite des entités.

■ Pilotage des activités touristiques

115. L'activité touristique du groupe CDG a connu une évolution importante en ce qui concerne les filiales créées ou les fonds investis. Or, les outils de pilotage, de suivi et de coordination n'ont pas accompagné cette évolution, bien que certaines filiales affichent des risques liés à la continuité d'exploitation soulevés de façon récurrente par les commissaires aux comptes depuis 2008.
116. Ainsi, il a été relevé l'absence d'un référentiel permettant de suivre la gestion et le développement du portefeuille des actifs touristiques, quantifier les engagements financiers, synthétiser et consolider les reporting, remonter les indicateurs de performance notamment ceux relatifs au business (part de marché, indicateurs de prix, indicateurs de

⁹ Omayades, Lido, Paradise, Wafahotel, Tichka, Sitzag et Iter.

performance opérationnelle, etc.), du risque d'exposition, risque de solvabilité et indicateurs qualitatifs (priorités stratégiques et projets phares).

117. En l'absence d'un suivi approprié des investissements des filiales touristiques optimisant le rapport risque / rendement, il est difficile d'anticiper les dérapages quant à la limitation des engagements financiers du groupe aux investissements programmés et la couverture des risques inhérents au développement et à l'exploitation des unités hôtelières et touristiques (risques de construction, de gestion, d'image ...).
118. En outre, en l'absence de consolidation des indicateurs de gestion de l'activité des filiales touristiques, il est difficile de capitaliser sur l'expertise des équipes en matière de gestion des actifs et des projets et de développer des synergies entre différents actifs hôteliers et touristiques. Dans ce contexte, il est difficile de constituer une base de données permettant d'arrêter une stratégie optimale sur la base d'objectifs clairs et chiffrés, établis dans le cadre d'une vision consolidée de l'activité touristique.

5. Logement économique et social

119. CDG investit également dans le domaine du logement par le biais de sa filiale CGI. En effet, cette dernière opère dans le développement et la promotion immobilière, elle intervient aussi bien dans le résidentiel que dans le tertiaire. Elle opère également dans le développement du logement économique et social à travers sa filiale Diyar Al Mansour (DAM). CDG intervient aussi dans ce domaine à travers une participation de 50% dans le capital de la société Immolog, créée en octobre 2005 en partenariat avec un groupe immobilier privé.
120. L'examen de la participation de ces deux filiales au résultat du groupe CDG fait ressortir que la participation de DAM est fluctuante. Sa contribution est devenue négative en 2016 et s'est accentuée en 2017 avec -209%. S'agissant d'Immolog, sa participation est positive et s'est améliorée en 2017 en enregistrant 34%. De 2007 à 2017, le montant des dividendes remontés par Immolog et DAM à CGI s'élèvent à 504 M DH. Depuis sa création, les investissements réalisés par DAM ont connu un taux de croissance annuel moyen de 8% durant la période 2002 à 2017. Ils sont passés de 46 M DH en 2002 à 149 M DH en 2017.
121. A partir de 2009, DAM a entamé un revirement dans sa stratégie en investissant dans d'autres segments à savoir le logement promotionnel et le social. Ce dernier s'est accaparé à fin 2017 environ 48% des investissements réalisés durant cette année. Pour financer son activité, DAM a bénéficié, de 2009 à 2017, d'avances de la part de CDG de 714 M DH dont 424 M DH, soit plus de 59%, ont été convertis en augmentation de capital. Elle a également fait recours de 2005 à 2017 à un emprunt auprès de CDG-Capital d'un total de 564 M DH.
122. En ce qui concerne les performances financières, à partir de 2016, DAM commence à connaître des difficultés. Les résultats d'exploitation et net, ainsi que le rendement des capitaux investis sont négatifs.

Recommandations

Au vu des constats et observations relevées ci-dessus, la Cour des comptes formule les recommandations suivantes :

▪ Concernant la gouvernance :

Elle recommande :

- aux pouvoirs publics, de procéder à la refonte du cadre juridique et institutionnel régissant CDG, de manière à ce qu'il puisse se conformer aux meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise.
- à CDG, de renforcer le dispositif de contrôle interne et mettre en place un dispositif de gestion des risques à l'échelle du groupe.

▪ Concernant la stratégie et le pilotage :

Elle recommande à CDG de :

- assortir ses choix stratégiques par des plans opérationnels réalisables selon un échéancier précis et par des mécanismes d'évaluation et de suivi ;
- renforcer les mécanismes de pilotage afin d'assurer un suivi rapproché des filiales et participations.

▪ Concernant la création de filiales et les prises de participations :

Elle recommande à CDG de :

- procéder à la mise en conformité des filiales et participations non autorisées avec les dispositions de la loi n°39-89 et de l'arrêté du ministre des finances du 1^{er} avril 1960 ;
- combler le déficit enregistré dans le suivi de certaines filiales et participations.

Elle recommande au ministère de l'économie et des finances, en tant qu'autorité de tutelle de CDG, de s'assurer que cette dernière respecte les engagements et les objectifs au vu desquels les autorisations ont été délivrées.

▪ Concernant la gestion des participations directes

Elle recommande à CDG de :

- formaliser des règles encadrant la gestion du portefeuille des participations directes en ce qui concerne la concentration des investissements, l'exposition par secteur et par contrepartie ;
- renforcer la fonction pilotage des filiales et participations afin de s'orienter vers une organisation cible permettant la redistribution des rôles entre les différents intervenants en vue de pouvoir exercer un suivi efficace permettant d'éviter les chevauchements et la dilution des responsabilités ;
- mettre en place une politique clarifiant les règles de remontée des dividendes par les filiales et participations et revoir celles qui ne le font pas.

▪ **Concernant le pilotage financier des investissements :**

Elle recommande à CDG de :

- suivre, de manière régulière, l'adéquation entre le montant des fonds propres et les risques encourus afin de s'assurer en permanence d'un niveau adapté au profil de risques ;
- prendre les mesures appropriées pour rééquilibrer la part des différentes catégories d'actifs (actions, obligations, foncier et monétaire) pour une allocation optimisant le rapport risque / rendement et en assurer un suivi et un reporting réguliers ;
- améliorer la qualité des hypothèses et fiabiliser les données retenues pour le calcul du capital économique et en informer la Commission de surveillance ;
- déployer plus d'efforts pour réduire l'exposition de CDG au risque de taux et de liquidité à travers un pilotage adéquat de l'équilibre ressources / emplois.

▪ **Et, de manière générale :**

Elle recommande à CDG de :

- se recentrer sur son métier de base notamment la conservation et la gestion des fonds d'épargne ;
- étudier l'opportunité de sortir de l'activité "bois", des sociétés de services aux entreprises et des sociétés de développement local ;
- réorganiser le secteur touristique et étudier l'opportunité de sortir de l'exploitation directe des unités hôtelières ;
- sortir du segment d'activité "logement économique et social".

Réponse de CDG

▪ En matière de gouvernance

Dans le cadre de l'élaboration du nouveau plan stratégique du groupe CDG, il est apparu nécessaire de mettre à jour le texte législatif régissant l'activité de CDG, le Dahir instituant CDG datant de 1959 n'ayant pas fait l'objet d'amendements substantiels depuis cette date.

En effet, le Dahir fixe à CDG des missions visant la sécurisation et la gestion des fonds qui lui sont confiés dans le cadre de dépôts réglementés ou de consignations administratives ou judiciaires. Un seul article est consacré aux règles d'investissement et renvoie à des arrêtés du ministre chargé des finances.

Dans sa forme actuelle, le Dahir a certes permis une certaine souplesse et flexibilité de gestion. Cependant, dans un contexte où l'activité de CDG s'est substantiellement élargie dans le cadre de l'accompagnement des politiques publiques notamment, où l'environnement économique et financier national a sensiblement évolué et où le secteur privé s'est beaucoup développé, il apparaît indispensable de doter CDG d'un texte législatif qui encadre ses activités, précise son mode de gouvernance et lui assure les moyens nécessaires à son développement et à sa pérennité.

Dans ce contexte, le Dahir pourrait être revisité à trois niveaux :

- **Mission de CDG** : il serait tout d'abord nécessaire de compléter la mission de CDG en instituant :
 - le principe d'investissement au service du développement économique et de financement des acteurs publics et privés tout en consacrant le principe d'intérêt patrimonial de CDG, corollaire indispensable à l'élargissement de sa mission.
 - la possibilité d'intervenir dans des projets d'intérêt général à la demande de l'Etat dans la mesure où ces interventions sont:
 - ✓ cohérentes avec les métiers, la stratégie et les capacités financières de CDG;
 - ✓ et encadrées par des conventions avec les Pouvoirs publics qui préciseraient notamment les rôles et responsabilités des parties prenantes et garantiraient l'équilibre économique de l'intervention de CDG.
- **Cadre prudentiel** : CDG est soumise depuis 2006 à la loi bancaire qui lui impose, en tant qu'organisme assimilé à un établissement de crédit, le respect de certaines règles prudentielles qui ne sont pas adaptés au Business model. Il serait nécessaire que le texte législatif régissant CDG ouvre la voie à un cadre prudentiel interne qui capitalise sur le cadre prudentiel actuel issu de la réglementation bancaire.
- **Gouvernance** : le Dahir prévoit que la commission de surveillance a un rôle essentiellement consultatif¹⁰. Malgré les avancées importantes en ce qui concerne la

¹⁰ La Commission de surveillance reçoit des comptes rendus de situation et vérifie les fonds en caisse, elle adresse au directeur général toute observation qu'elle juge utile, elle est consultée pour toute nouvelle attribution de mission à CDG, elle examine le budget des dépenses administratives et son exécution, et adresse un rapport annuel à Sa Majesté Le Roi.

qualité de la gouvernance ces dernières années (réunions trimestrielles, constitution d'un comité d'audit et des risques puis d'un comité investissement et stratégie, etc.), il paraît nécessaire de faire converger les prérogatives de la Commission de surveillance avec celles d'un véritable organe de gouvernance apte à décider notamment de la stratégie du groupe CDG, son organisation, ses opérations et investissements stratégiques ...

Sur cette base, la refonte du dispositif législatif et réglementaire applicable à CDG pourrait englober les axes suivants entre autres :

- La mise en cohérence dudit cadre avec la réalité de la mission de CDG basée sur sa qualité de tiers de confiance.
- La clarification des relations avec les pouvoirs publics en vue de distinguer la mission de service public des activités commerciales.
- L'instauration de règles d'investissements claires.
- La mise en place de règles prudentielles prenant appui sur les règles susvisées.
- La sécurisation des ressources (dépôts CNSS, CEN, ...).

S'agissant du déploiement des meilleures pratiques de gouvernance :

- Un projet de règlement intérieur de la commission de surveillance définissant ses missions et son fonctionnement a été préparé par CDG et transmis aux membres de la Commission (en mars 2016) qui ont proposé d'ajourner son examen, en attendant la refonte du cadre juridique régissant CDG.
- Une politique de nomination et de rémunération a été formalisée et validée.
- Une politique de gestion des portefeuilles de placement-investissement et de la trésorerie a été déployée. Ce nouveau dispositif institue la gouvernance, les règles de gestion des portefeuilles et la stratégie de gestion et de contrôle des risques.

■ **En matière de stratégie**

Courant 2017, CDG a défini sa nouvelle stratégie à l'horizon 2022. Cet exercice a été l'occasion d'une revue du portefeuille des activités actuelles et des secteurs potentiels d'intervention, à l'issue duquel de nouvelles orientations stratégiques du groupe CDG ont été fixées. Ainsi, CDG appuie sa nouvelle stratégie sur cinq piliers :

- Epargne et prévoyance ;
- Tourisme ;
- Développement territorial ;
- Co-financeur (contribuer au financement des collectivités territoriales et développement de co- financement des PME) ;
- Investisseur (investir en partenariat avec- les acteurs des filières de l'industrie, l'agro-alimentaire, nouvelles technologies de l'information, énergies renouvelables et partenariats public-privé territoriaux).

Ces cinq piliers seront déployés à travers une organisation structurée autour de quatre métiers:

- Gestion de l'épargne et la prévoyance ;
- Tourisme ;
- Développement territorial ;
- Banque, finance et investissement.

Présentement, une déclinaison des orientations stratégiques du groupe au niveau des filiales en plans d'actions et en business plans sur cinq ans a été réalisée.

La définition de la nouvelle stratégie du groupe CDG a été assortie de l'institution d'une entité gestion des projets (project management office, PMO stratégique), qui sera l'outil du pilotage du déploiement du plan stratégique.

Par ailleurs, un nouveau dispositif de pilotage du groupe est en phase de mise en place, visant à définir une architecture de pilotage cohérente, adaptée au profil de CDG, évolutive et à même de supporter la stratégie du groupe. Articulé autour d'un cycle stratégique et d'un cycle budgétaire, il prévoit la mise en place d'un pilotage renforcé pour les activités de développement territorial et les activités touristiques notamment.

S'agissant du dispositif de contrôle interne et de gestion des risques à l'échelle du groupe CDG, il convient de préciser que :

- D'une part, l'environnement de contrôle interne a été renforcé par la mise à jour des manuels de contrôle interne des structures de CDG pour couvrir l'ensemble des activités prises en charge par la cartographie des risques, par la diffusion et le déploiement des instructions relatives à la "conformité", par l'instauration de l'analyse par la fonction "risques" des dossiers d'investissement avant leur présentation aux instances décisionnelles et par la surveillance des risques structurels.
- D'autre part, une politique de gestion globale des risques a été élaborée et diffusée auprès des filiales du groupe afin d'institutionnaliser les principes et les règles de maîtrise des risques encourus.
- La mise en place du nouveau cadre prudentiel encourus d'approbation par la Banque Centrale constituera un outil performant de décision et de pilotage des risques majeurs du groupe et renforcera davantage la fonction et la culture de la gestion des risques au sein du groupe CDG. Son déploiement sera effectif à partir de l'année 2018.

▪ **En matière de création de filiales et prises de participations**

En 2018, le cadre du chantier d'assainissement juridique du portefeuille du groupe et de l'opérationnalisation des branches, CDG est en cours de mettre en conformité les filiales et les participations non autorisées préalablement.

▪ **En matière de gestion des participations directes**

Des règles définissant et encadrant la gestion du portefeuille des participations directes en ce qui concerne la concentration des investissements et l'exposition par secteur et par contrepartie ont été formalisées.

Un renforcement des poches d'actifs les moins risquées, notamment les actifs de taux, est prévu dans la trajectoire stratégique 2018-2022. La gestion des investissements notamment en ce qui concerne la concentration de l'exposition sera encadrée par le nouveau cadre prudentiel (NCP).

Dans le cadre de la nouvelle stratégie 2018-2022, CDG a mis en place un nouveau dispositif de pilotage qui tient compte de profil du groupe institution publique et groupe diversifié opérant dans différents secteurs d'activités. Ainsi, le dispositif de pilotage a permis de clarifier l'organisation métiers du groupe en définissant quatre grands domaines d'activités à savoir :

- épargne, retraite et prévoyance ;
- développement territorial ;
- tourisme ;
- banque finances et investissement.

Le nouveau dispositif de pilotage tient compte de quatre postures de pilotage différenciant et renforçant ainsi d'une part le niveau d'intervention de CDG dans le pilotage de ses filiales, et d'autre part, définissant pour chaque rôle, les cycles de pilotage court, moyen et long terme, ainsi que les processus organisant ces cycles, leurs modes opératoires, les responsabilités et les interactions entre les différents intervenants.

Cette architecture intégrée vient donner plus de lisibilité sur les métiers actuels de CDG, apporter suffisamment de rigueur et d'agilité et repositionner davantage CDG à travers son management et ses directions centrales, notamment le pôle « finances » en responsable du contrôle et du pilotage de ses filiales, elle vient également favoriser le fonctionnement en groupe intégré, optimisé dont les synergies et les mutualisations constituent les leviers. Ainsi, le nouveau dispositif réorganise le pilotage du groupe comme suit :

- pour les activités de "banques, finances et investissement", domaine mature et régulé, il est piloté en mode dit "architecte stratégique et financiers", où CDG intervient dans la définition des orientations stratégiques, des politiques et des référentiels groupe et opère un pilotage renforcé axé principalement sur le pilotage stratégique, le pilotage de la performance financière, budgétaire et des grands équilibres financiers ainsi que le pilotage et la gestion des risques.
- les activités du "développement territorial", et du "tourisme", sont pilotées en mode pilotage renforcé dit "contrôleur opérationnel", où CDG sera beaucoup plus interventionniste vis-à-vis de ses filiales concernées, et intervient dans la définition des stratégies, des politiques, des référentiels et des normes métiers et opère un pilotage de la performance financière, budgétaire, des grands équilibres financiers et de la gestion des risques mais aussi un pilotage métier, de la performance opérationnelle et de la satisfaction des parties prenantes avec une présence permanente et un suivi très rapproché des projets et des chantiers.

Pour pouvoir instaurer ce mode de pilotage par l'expertise, la proximité et la rigueur, le nouveau dispositif recommande de distinguer entre les métiers du développement territorial (développement promotion immobilière, aménagement urbain, zones d'activités économiques) et celles du tourisme (stations touristiques, hôtels, golfs) et de mettre en place, pour ces deux domaines, un niveau de pilotage intermédiaire dit type branche. Ainsi CDG-Développement jouera ce rôle pour le Développement territorial et Madaef pour le Tourisme. Ces deux structures se transforment dans le cadre du nouveau dispositif en véritables structures d'animation et de pilotage spécialisé, constituées d'experts dans leur domaine. Elles sont garantes du déploiement réussi du dispositif de pilotage sur leur périmètre respectif, la mise en œuvre de la stratégie de CDG sur ces domaines, l'instauration des référentiels métiers, le suivi

rapproché, en expert, des chantiers et des projets et garantir l'atteinte des objectifs notamment les objectifs opérationnels, de développement, de qualité et de satisfaction des parties prenantes. Les responsables de ces deux structures opèrent sous l'autorité du directeur général de CDG, siègent dans les conseils d'administration des filiales de leur périmètre ainsi qu'au niveau des comités de gouvernance du groupe.

Pour ses activités originelles, dépôts, consignations et prévoyance, CDG restera dans son rôle d'opérateur avec un pilotage plus optimisé et mieux organisé basé également sur les cycles et les processus de pilotage à l'instar des autres domaines.

Pour les participations minoritaires, CDG continuera à piloter ce domaine à travers les instances de gouvernances de ces participations.

L'architecture de pilotage cible introduit aussi les notions de revue d'activité "business review", et de revue stratégique "strategic review", réunions de haut niveau managérial, qui viennent ponctuer régulièrement tous les cycles de pilotage et qui feront partie intégrante de la gouvernance du groupe CDG.

▪ **En matière de pilotage financier des investissements**

En 2017, CDG a envisagé un rééquilibrage dans la stratégie 2018-2022 pour aboutir, à terme, à une allocation renforcée par des instruments de taux (obligataire et monétaire...) permettant d'offrir une rémunération récurrente du passif et une consommation en fonds propres plus soutenue.

▪ **Et, de manière générale**

Le déploiement de la nouvelle stratégie sera l'occasion d'un recentrage de CDG sur ses métiers de base. En effet, la nouvelle stratégie du groupe CDG privilégiera les modes d'intervention "expert", "co-financeur" et "investisseur" par rapport au mode « opérateur » adopté pendant longtemps par le groupe. Ces nouveaux modes permettent de gagner en capacité d'intervention tout en gérant au mieux les risques du groupe.

Un travail de restructuration du portefeuille lié à la filière bois a été initié, ainsi que la cessation d'activité de SFCDG et cellulose du Maroc dont la cession de l'outil de production a été initiée via un appel à manifestation d'intérêt. Concernant une activité connexe à la filière bois, CDG a procédé, courant 2017, à la cession de la totalité de sa participation au niveau de la société de fabrication du papier Med Paper.

La réorganisation de l'activité touristique a été initiée et se poursuit à travers le regroupement des actifs au sein de Madaef qui assurera la fonction "propriétaire", la sortie progressive du périmètre des actifs non stratégiques et le recentrage sur les actifs à fort potentiel. Quant aux futurs investissements dans des projets hôteliers, ils seront réalisés dans une logique minoritaire et purement financière. En matière de développement des stations touristiques, les efforts de CDG seront concentrés sur les deux stations de Saidia et Taghazout.

Une restructuration de la CGI a été amorcée, dont DAM est une filiale spécialisée en logement économique et social, pour en faire un promoteur immobilier performant.
