

## شركة المساهمات والاستثمارات المالية فيبار القابضة

شركة المساهمات والاستثمارات المالية فيبار القابضة (FIPAR-HOLDING) هي شركة مساهمة ذات مجلس إدارة تم إنشاؤها في 10 يونيو 1989 من قبل البنك الوطني للإنماء الاقتصادي سابقا وتم شراؤها من طرف صندوق الإيداع والتدبير سنة 2003. يبلغ رأس مالها 2820 مليون درهم.

تعتبر شركة فيبار-القابضة المستثمر المالي لصندوق الإيداع والتدبير. وتتمثل مهمتها في بناء محافظ حصص الأقلية ذات الطبيعة الاستراتيجية وذات الحجم الكبير، مع الحفاظ على منطوق الربحية على المدى المتوسط والبعيد. وتدير فيبار القابضة كذلك استثمارات صندوق الإيداع والتدبير على المستوى الدولي. وتتم إدارة هذه الاستثمارات من خلال فرعين تم إنشاؤهما في المنطقة المالية الحرة لطنجة (Offshore)، وهما: (MCMVT International و TECK Capital Management).

وعلى مستوى الحكامة، يدير شركة فيبار-القابضة مجلس إدارة وتتوفر على لجنتين متخصصتين، بالإضافة إلى لجنة الاستثمار ولجنة المخاطر والحسابات، ويبلغ عدد الموظفين بها 14 إطارا وعونا.

ويتمحور تنظيم شركة فيبار-القابضة حول قطبين أساسيين قطب الاستثمارات وتدبير المساهمات وقطب الدعم والمالية.

وقد بلغت ميزانية فيبار-القابضة لسنة 2017 ما قيمته 22.5 مليون درهم. وحققت الشركة ناتجا صافيا بنكيا، في نهاية سنة 2017، قدره 243.38 مليون درهم. فيما بلغت القيمة المحاسبية لأصولها، المكونة من عشرة خطوط للمساهمات، ما قدره 4871 مليون درهم.

### I. ملاحظات وتوصيات المجلس الأعلى للحسابات

أسفرت مراقبة تسيير شركة " فيبار القابضة " من طرف المجلس الأعلى للحسابات عن تسجيل العديد من الملاحظات صدرت بخصوصها مجموعة من التوصيات، همت المحاور التالية.

#### أولاً. الاستراتيجية الاستثمارية وعمليات الاستثمار وسحب الاستثمارات

قامت شركة فيبار-القابضة خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2007 و2016، بوضع استراتيجيتين استثماريتين على أساس المبادئ التوجيهية التالية:

- الاستثمار في محفظة متنوعة على مستويات مختلفة (القطاع، مرحلة النضج...)
- عدم الاحتفاظ بالمساهمات التي تفوق قيمتها 50 %؛
- تحقيق عائد مالي على المدى المتوسط والبعيد (أزيد من 5 سنوات)؛
- تحقيق مردودية استثمار تبلغ 10% بالنسبة لكل مشروع ينتمي لفئة الاستثمارات قليلة المخاطر؛
- إعطاء الأولوية لاقتناء مساهمات في الشركات غير المدرجة بالبورصة.

وقد أسفر تحليل الاستراتيجيتين عن الملاحظات التالية.

#### ◀ عدم تحديد بنية معينة لمحفظة السندات المدرجة وغير المدرجة

لم توضح استراتيجية الاستثمار التي تم اعتمادها في نوفمبر 2010 شكليات تحديد أنصبة السندات المدرجة وغير المدرجة في محفظة استثمارات فيبار القابضة. كما اكتفت مبادئ التدخل المنبثقة عن استراتيجية الاستثمار بتحديد عتبات الاستثمار الأحادي فقط في 100 مليون درهم، وهو ما يمثل 20% على أبعد تقدير من أصول الشركة التي تمت إعادة تقييمها.

وقد أدى عدم تحديد نصيب السندات المدرجة وغير المدرجة في المحفظة، سواء على مستوى القطاعات أو على مستوى تركيبة أنواع الاستثمارات، إلى افتقار أفق الاستثمار المتوقع على المدى المتوسط والبعيد إلى الدقة في التحديد.

#### ◀ عدم احترام أفق الاستثمار على المديين المتوسط والبعيد

تبنت استراتيجية الاستثمار في شركة فيبار القابضة الأفق المتوسط والطويل كأجل للاحتفاظ بالأوراق المالية التي تكون محفظتها. بيد أن الشركة لم تحترم دائما هذا الأفق، وتم إجراء بعض عمليات البيع بينما كانت فترة الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية في محفظتها أقل من سنة واحدة.

وفي هذا الصدد، نذكر، على سبيل المثال، العمليات التالية:

- بيع الأوراق المالية المحتفظ بها في شركة "F" في 2 غشت 2007. وقد تم الحصول عليها في 3 نونبر 2006، أي أن مدة احتجازها لم تتجاوز 9 أشهر؛
- بيع الأسهم المملوكة في شركة "LV" في 16 أبريل 2010 والتي تم اقتناؤها في 16 يوليوز 2008 أي أن مدة احتجازها هي سنة و9 أشهر؛
- بيع الأسهم المقيدة في "DH" في 27 ماي 2010. وكانت شركة فيبار-القابضة قد اشترتها في 27 أبريل 2008، مما جعل مدة الاحتفاظ بها لا تتجاوز عامين وشهر واحد.

#### ◀ عدم إضفاء الطابع الرسمي على عملية الاستشراق

على الرغم من أن دليل المساطر المعمول به في الشركة يشير إلى عملية الاستشراق، فإن هذه الأداة لا يتم استعمالها. وفي الواقع، يهدف الاستشراق، الذي يعد خطوة حاسمة في عملية الاستثمار، إلى مراقبة السوق ووسط الأعمال من أجل تحديد الفرص الاستثمارية التي تتماشى مع استراتيجية شركة فيبار. ولهذه الغاية، لوحظ أن مرحلة الاستكشاف هذه، وهي ضرورية لصنع القرار، لا تتخذ طابعاً رسمياً. وبالتالي، دعا مجلس الإدارة، في اجتماع له بتاريخ 2 مارس 2012، إدارة شركة فيبار القابضة إلى أن تفكر في إضفاء الطابع الرسمي على عملية الداخلية للاستشراق والاستثمار. ونتيجة لعدم إضفاء الطابع الرسمي على الأعمال المتعلقة بمرحلة الاستشراق تتعرض شركة فيبار-القابضة لمخاطر فقدان المعلومات بشأن الجهود المبذولة والمعطيات التي تم جمعها فيما يتعلق بالقطاعات والفرص المستهدفة.

#### ◀ عدم الالتزام بعملية اتخاذ القرار في مجال الاستثمار

يجب على لجنة الاستثمار تقييم المقترحات الاستثمارية المقدمة من لدن إدارة فيبار القابضة، والتي تتفق مع استراتيجيتها، بهدف إصدار رأي بشأن الفرص المستهدفة ومستوى وشكل العمليات وطرق تنفيذها.

غير أن عدم اجتماع لجان الاستثمار خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2011 وعدم وجود محاضر جلسات بعض اللجان لم يسمح بتقييم عناصر خطة العمل والتنمين المقترحة كأساس لصنع قرار الاستثمار فيما يخص عمليات الشراء التي نفذتها شركة فيبار خلال هذه الفترة.

ونتيجة لذلك، قام مجلس الإدارة بمعالجة العديد من العمليات الاستثمارية ووافق عليها دون إذن مسبق من لدن لجنة الاستثمار ("C" و "A" و "S" و "M" ...).

#### ◀ عدم كفاية العناصر المتعلقة بطرق إنجاز الاستثمارات وتمويلها في أعمال لجنة الاستثمار

لوحظ أن طرق تمويل عمليات اقتناء خطوط الأسهم غير منصوص عليها في عملية الاستثمار. وتتولى مديرية الشؤون المالية والدعم القيام بهذه المهمة عن طريق التشاور مع البنوك مع مراعاة معايير معينة: كالتمول بدون ضمانات، وموازنة أفضل بين المعدل والاستحقاق.

كما تقوم لجنة الاستثمار بمعالجة المسائل المتعلقة بطرق تمويل الاستثمارات وإنجازها. بيد أن عمليات الاقتناء التي وافقت عليها اللجنة لم تكن مدعومة بالعناصر المتعلقة بطريقة تمويل هذه الاستثمارات.

وفي هذا الصدد، لا تشير معالجة عمليات شراء المساهمات على مستوى لجنة الاستثمار إلى طريقة تمويلها. ونذكر بهذا الخصوص عملية اقتناء نسبة 10% من رأس مال شركة A بسعر 65 مليون درهم، وشركة JFC بمبلغ 400 مليون درهم.

#### ◀ غياب استراتيجية لسحب الاستثمارات

لا تشير استراتيجية الاستثمار لسنة 2010 إلى آليات الانسحاب، على الرغم من أن استراتيجية سنة 2006 كانت تحدد مختلف خيارات/ استراتيجيات الانسحاب: كالبيع في البورصة والتفويت للفاعلين الصناعيين أو لرأس مال مستثمر أو البيع لمنعشي المشاريع أو الأجراء.

كما لم تثبت شركة فيبار-القابضة كفاءتها في مجال تنظيم عمليات الانسحاب من خلال البحث عن فرص تجارية جديدة. وتجدر الإشارة في هذا الباب إلى أنه تم الاحتفاظ بقيم معينة في محفظة الشركة على الرغم من عدم ربحيتها، وبالتالي لا تضمن شركة "فيبار القابضة" الانسحاب منها بدون ضرر. ونخص بالذكر هنا القيم المتعلقة بكل من ALM و CPM و MT.

#### ◀ عدم خضوع الاتفاقيات المنظمة للترخيص المسبق لمجلس الإدارة

إن الاتفاقيات المبرمة بين صندوق الإيداع والتدبير وشركته الفرعية فيبار-القابضة خلال الفترة الممتدة بين 2004 و 2014، لم تكن خاضعة لترخيص مسبق من مجلس إدارتها وفقاً للمادة 56 من القانون رقم 17.95 المتعلق بشركات المساهمة كما تم تعديله وتتميمه بالقانون رقم 20.05. حيث تكتفي الشركة بإعلام أعضاء مجلس الإدارة بإبرام هذه الاتفاقيات خلال الدورات وتعرضها للمصادقة عليها بجميع بنودها.

## ثانياً. تدبير المحفظة

قام المجلس الأعلى للحسابات بفحص بنية وطرق تمويل وأداء محفظة شركة فيبار- القابضة، وتم تسجيل الملاحظات التالية:

### ◀ عدم احترام معايير الاستثمار المنصوص عليها في استراتيجية الاستثمار

تنص معايير الاستثمار التي وضعتها استراتيجية الاستثمار للفترة الممتدة بين 2006 إلى 2009، على عدم استثمار أكثر من 15% من محفظة شركة فيبار القابضة في شركة واحدة و 20% من محفظتها في مجموعة من الشركات ذات الصلة. ويتم تقييم المحفظة بقيمة السوق واعتماد الاستثمار بقيمة الشراء.

بيد أنه لوحظ أن فيبار-القابضة قد استثمرت خلال سنوات 2006 و 2008 و 2009 أكثر من 16% من محفظتها في خطوط المساهمات لكل من شركات: "C M" و "C M" و "M".

وفيما يتعلق باستراتيجية الاستثمار للفترة 2010 - 2016، فقد وضعت معايير الاستثمار كما يلي:

- يمثل المستثمر الواحد 20% كحد أقصى من صافي الأصول المعاد تقييمها؛
- قطاع واحد فقط يمثل 30% كحد أقصى من صافي الأصول المعاد تقييمها؛
- همت استثمارات شركة فيبار القابضة خلال الفترة 2010 - 2016 مساهمات فاقت بكثير الحد الأقصى المحدد في 20% من صافي قيمة الأصول المعاد تقييمها، حيث لم تحترم أربع استثمارات هذا المعيار وهي: "C M" و "M" و "T M" و "R".

ويعرض عدم احترام وزن كل خط مساهمة محفظة فيبار القابضة لأخطار متعلقة بالمحفظة. حيث استثمرت الشركة في المتوسط 35% من صافي أصولها المعاد تقييمها في خط مساهمة واحد متعلق ب الشركة "M" خلال السبع سنوات الأخيرة.

وفيما يتعلق بوزن كل قطاع في محفظة فيبار القابضة، لوحظ تمثيل قطاع الصناعة في المتوسط ل 55% من صافي أصول الشركة المعاد تقييمها خلال الفترة 2010 - 2013، متجاوزا بذلك نسبة 30% المحددة كعتبة في إطار استراتيجية الاستثمار المشار إليها.

### ◀ بنية المحفظة تهيمن عليها المساهمات في طور النمو

فيما يخص بنية المحفظة، تحدد استراتيجية شركة فيبار القابضة هدفها في تنويع مكونات محفظتها من أجل خفض مستوى المخاطر وتحقيق الاستقرار في أدائها على المدى المتوسط و/ أو المدى الطويل من خلال المساهمة في شركات في أطوار مختلفة من النضج (الإنشاء والنمو والنضج).

غير أنه لوحظ أن فيبار القابضة تميل إلى تفضيل الشركات في طور النمو وكذا الاستثمار في شركات في طور الإنشاء.

### ◀ انخفاض في أداء المحفظة

يتم تحقيق عائد المحفظة من خلال التدفقات المتكررة، ويتعلق الأمر بالأرباح والخدمات المقدمة للشركات التي تملك فيها فيبار القابضة مساهمات في الرأسمال (تكاليف التدبير)، والتدفقات الظرفية المتعلقة بعمليات التفويت الكلي أو الجزئي التي تحقق أرباحاً.

وقد لوحظ بهذا الخصوص أن متوسط عائد المحفظة سجل نمواً بصورة عشوائية خلال الفترة 2004 - 2016 ولم يتجاوز نسبة 7%، في حين تم تحديد معدل العائد الداخلي على مستوى استراتيجية الاستثمار في حد أدنى نسبته 10%.

كما أنه، وبسبب دخول شركة فيبار القابضة في مشاريع مهيكلة وثقيلة، والتي لا يمكنها أن تحقق أرباحاً في المدى القصير والمتوسط، ظل الأداء ضعيفاً ولم يتجاوز متوسطه نسبة 4,25%. ولا تمكن بنية المحفظة وفقاً لأفق الاستثمار من ضمان عائد أدنى ثابت يتماشى مع الأهداف المسطرة في إطار استراتيجية الاستثمار.

### ◀ قصور في تدبير المخاطر

فيما يتعلق بسياسة المخاطر المتبعة من لدن شركة فيبار القابضة، لوحظ أن مبادئ التدخل الواردة في استراتيجية استثمار الشركة لا تشير إلى نسبة الخطر/العائد وتكتفي بتحديد التذكرة الدنيا للاستثمار والحدود القصوى حسب كل قطاع وكل استثمار، والمحددة في نسبتي 30% و 20% على التوالي من صافي الأصول المعاد تقييمها للشركة.

وقد أثر عدم تقييم نسبة الخطر/العائد بالنسبة لكل قطاع مستهدف على تكوين محفظة شركة فيبار القابضة المعرضة للمخاطر المتعلقة بالمحفظة من خلال تركيز الاستثمارات في قطاعين رئيسيين هما الصناعة والاتصالات، وفي بعض خطوط المساهمات.

### ◀ تركيز الاستثمارات في قطاعات الصناعة والاتصالات والبنية التحتية

لوحظ عدم احترام التوزيع القطاعي المعتمد في استراتيجية الاستثمار وتركيز الاستثمارات في قطاعي الصناعة والاتصالات. فقد استثمرت فيبار القابضة ما يفوق 2,7 مليار درهم في القطاعين سالف الذكر، أي ما يمثل 73% من إجمالي قيمة الاقتناءات خلال الفترة الممتدة بين 2010 و2016 و93% من المبلغ الإجمالي المعتمد في استراتيجية الاستثمار والمقدر بمبلغ 3 مليار درهم.

وتجدر الإشارة إلى أن الاستثمار في قطاع البنية التحتية والسيارات يمثل 64% من خلال ثلاث مساهمات فقط وهي: "T M" و"R" و"P C M". ونتيجة لذلك، يهدد تركيز الاستثمارات المنجزة خلال الفترة 2010 - 2016 التنوع القطاعي لمحفظه فيبار القابضة، حيث لم تحترم الشركة الالتزامات المتعلقة بالتنوع القطاعي لمحفظتها والمنصوص عليه في استراتيجية استثماراتها وذلك بتخصيصها نسبة 93% من استثماراتها المتوقعة في قطاعي الصناعة والاتصالات.

### ◀ هيمنة الأرباح المتأتية من الأسهم المدرجة بالبورصة مقارنة بتلك غير المدرجة

شكلت أرباح المساهمات في الشركات المدرجة في البورصة في المتوسط ما يفوق 60% من مجموع الأرباح التي تلقتها الشركة خلال الفترة الممتدة من بين 2005 و2009. وفيما يخص الفترة 2010 - 2017، مثلت أرباح المساهمات المدرجة بالبورصة وتلك غير المدرجة 51,7% و48,3% على التوالي من المبلغ الإجمالي للأرباح الناتجة عن جميع المساهمات.

وفيما يتعلق بالمساهمات المملوكة في شركات مدرجة بالبورصة، تمثل ثلاث استثمارات في الأسهم أكثر من 80% من إجمالي الأرباح ويتعلق الأمر بتلك المتعلقة ب الشركة "L" والتي تمثل لوحدها 50% من مجموع الأرباح الناتجة عن الشركات المدرجة بالبورصة، تليها المساهمة المتعلقة بالشركة "CM" وتلك المتعلقة ب الشركة "E".

وأخيراً، تجدر الإشارة إلى أن محفظة فيبار القابضة تشمل أيضاً بعض الأسهم غير المدرجة بالبورصة والتي لم تحقق أرباحاً خلال الفترة 2005 - 2009 أي منذ اقتنائها ويتعلق الأمر بالمساهمات في الشركة "AP" والشركة "CM" والشركة "C" والشركة "O GF" والشركة "C" والشركة "H".

### ◀ ثالثاً. دراسة بعض المساهمات في الرأسمال

تتسم بعض المساهمات في الرأسمال بأوجه قصور تتعلق بعملية اتخاذ قرار الاستثمار وعدمه وبطرق تمويل الاقتناء وبدعم تطابق الانجازات مقارنة بالتوقعات المدرجة في خطة العمل المعتمدة في قرار الاستثمار. وفي هذا الصدد، وقف المجلس على ما يلي.

### ◀ عدم احترام التراخيص القبلية المتعلقة بالمساهمة في الرأسمال

رخص المرسوم رقم 2.09.558 الصادر بتاريخ 13 أكتوبر 2009 لصندوق الإيداع والتدبير الحصول على 2,41% من رأسمال شركة "Mé" عن طريق شركته التابعة "فيبار القابضة". غير أن مجلس الإدارة رخص في سنة 2009، الحصول على حصة 32,41% دون تقديم طلب الترخيص المنصوص عليه في المادة 8 من القانون رقم 39.89 المؤذن بموجبها في تحويل منشآت عامة إلى القطاع الخاص كما تم تعديله وتميمه.

### ◀ المساهمة في رأسمال نفس الشركة من قبل شركتين تابعتين لمجموعة صندوق الإيداع والتدبير

ماتزال، إلى غاية 31 دجنبر 2017، تساهم في رأسمال شركة "Mé" شركتان تابعتين لمجموعة صندوق الإيداع والتدبير وهما فيبار القابضة وأولدكو (Holdco) بنسبتي 15,16% و 10,34% على التوالي. وتجدر الإشارة إلى كون محفظة الشركة التابعة "أولدكو" تضم فقط المساهمة في رأسمال الشركة "Mé".

ويمكن أن يؤدي نقل هذا النوع من المشاركة من قبل اثنتين من الشركات التابعة لمجموعة صندوق الإيداع والتدبير إلى تكاليف وبنيات إدارية غير ضرورية، لا سيما وأن وضع وإعادة تنظيم مجموعة صندوق الإيداع والتدبير حسب مجالات العمل قد مكن من ترشيد ظاهرة اللجوء إلى الشركات التابعة وسمح لشركة فيبار القابضة من التركيز على مهنتها الأساسية.

### ◀ المساهمة في رأسمال شركة "S" لا تتوافق واستراتيجية استثمار شركة فيبار القابضة

قامت شركة فيبار القابضة، بتاريخ 10 أكتوبر 2011، بزيادة في رأسمال الشركة "S" بما قدره 137.166.250,00 درهم، مما جعلها تساهم في رأسمالها بنسبة 33,5%، كما ضخت، في الحساب الجاري "الشركاء"، مبلغ 64.448.784,00 درهم تم تحويله إلى رأسمال سنة 2012، مما مكن الشركة القابضة من التحكم في 37% من رأسمال الشركة المذكورة. وفي سنة 2015، استحوذت فيبار القابضة على 554.134,00 سهم في الشركة "S" جعلتها تملك 44,02% من رأسمالها.

ولم تحترم شركة فييار القابضة منطق الاستثمار الخاص بصندوق الإيداع والتدبير بمساهمتها في رأسمال الشركة "S" والممول بشكل كلي بواسطة قروض مصرفية، وتقويت حصتها قبل مرور أجل الخمس سنوات الوارد على مستوى استراتيجيتها في مجال الاستثمار.

#### ◀ عدم احترام الأفق المتوقع للانسحاب المحدد في دراسة الاستثمار

وفقا لدراسة الاستثمار، كان الأفق المتوقع للانسحاب من الشركة "S" هو 2016 – 2017. ومع تضيق هوامشها واشتداد المنافسة وظهور مشاكل في التمويل، كان التفكير في البداية في مساعدة تقنية، سرعان ما تحولت رغبة في فك الارتباط والانسحاب ابتداء من يونيو 2014، أي ما يقارب ثلاث سنوات بعد المساهمة التي تمت على أساس المدى المتوسط. ويبدو أن الانسحاب من مساهمة الشركة "S" كان صعبا بسبب إكراهات سيولة المساهمة الناتجة عن إدراج الشركة في البورصة كما كان مخططا له في البداية.

#### ◀ تفويت تم قبل الترخيص المسبق من الوزير المكلف بالمالية

تم توقيع عقد التفويت المتعلق بالشركة "S" في 28 ماي 2015، في حين أن الترخيص المسبق لوزير الاقتصاد والمالية المنصوص عليه بموجب أحكام المادة 9 من القانون رقم 39.89 سالف الذكر من أجل تفويت المساهمة لم يصدر إلا بتاريخ 2 يونيو 2015، أي بعد اتخاذ قرار التفويت.

وحيث إن الأمر يتعلق بتركيز (تفويت 69,82% من حصص رأسمال الشركة "S" المملوك بنسبة 44% لشركة "فييار القابضة" ونسبة 25,3% للشركة "So")، فإن الموافقة القبلية لرئيس الحكومة في هذه الحالة كانت الزامية، غير أن عقد التفويت قد أبرم بتاريخ 28 ماي 2015 بينما لم تصدر موافقة رئيس الحكومة إلا بتاريخ 16 يونيو 2015.

#### ◀ مساهمة في رأسمال الشركة "MI" لا تتوافق واستراتيجية استثمار شركة "فييار القابضة"

على الرغم من أن الاستثمار في الشركة "MI" كان مدفوعاً بمنطق استراتيجي وطني، فقد استثمرت شركة فييار القابضة في هذه الشركة التي تم إنشاؤها سنة 2002، لكنها لم تكن نشيطة آنذاك وتعمل في قطاع رأسمالي معرض للمخاطر. ولا تتماشى المساهمة في رأسمال الشركة "MI" مع استراتيجية الاستثمار المعتمدة من لدن شركة فييار القابضة، والتي تهدف إلى تحقيق عائد متوسط وطويل الأجل على أموالها الخاصة. حيث إن شركة فييار القابضة، باعتبارها المستثمر المالي الذي يحمل مساهمات الأقلية لصندوق الإيداع والتدبير، لا تهدف فقط إلى تطوير المشاريع الاستراتيجية الوطنية ولكن أيضاً تحقيق عوائد على المدى المتوسط والبعيد من أموالها المستثمرة.

من ناحية أخرى، أظهرت خطة عمل الشركة "MI" المعتمدة في اتخاذ قرار المساهمة في رأسمالها عجزا في السنوات الثلاث الأولى، وهو ما سيتطلب تمويل مجموع نشاط الشركة. كما أظهرت الحصيلة المتوقعة للشركة المصاحبة لخطة العمل مستوى سلبيا للرأسمال المملوك ابتداء من السنة الثانية الى جانب خسائر الاستغلال. وقد دفعت هذه الوضعية شركة "فييار القابضة" في عديد من المناسبات إلى تمويل احتياجات تسيير شركة "MI" التي ما لبثت تستخدم المساهمين لتمويل احتياجات الرأسمال العامل.

#### ◀ عدم احترام الترخيص التنظيمي ومبلغ الاستثمار الأصلي المضمن في الاتفاقية المبرمة مع صندوق الإيداع

##### والتدبير

رخص المرسوم رقم 2.05.791 لشركة فييار القابضة اقتناء حصة 28% من رأسمال الشركة "MI"، كما حددت اتفاقية الاستثمار المذكورة بين صندوق الإيداع والتدبير وشركته التابعة مبلغ الاستثمار في 4.2 مليون أورو وقروض ذات صلة بالحساب الجاري للشركاء بما قدره 2.8 مليون أورو. غير أن التزامات شركة فييار القابضة عرفت ارتفاعا كبيرا فاقت ما تضمنه الترخيص التنظيمي واتفاقية الاستثمار المبرمة مع صندوق الإيداع والتدبير.

وهكذا تم تجاوز المبلغ الأصلي المرخص به من قبل وزارة الاقتصاد والمالية المحدد في 77 مليون درهم ليصل إلى 328 مليون درهم، أي زيادة بحوالي 51% من رأس مال شركة "MI". حيث انتقل مبلغ الاستثمار في أسهم الرأسمال والذي استهل بنسبة 28% من رأس مال الشركة أي ما يعادل 46.819.770 درهم سنة 2008، إلى 50% زائد سهم واحد، وذلك من خلال عملية الزيادة في رأس المال عن طريق إجراء مقاصة مع الحسابات الجارية، وذلك بتاريخ 5 يناير 2010.

كما تجاوزت المبالغ المقدمة، على شكل تسبيقات على الحساب الجاري، تلك المنصوص عليها في اتفاقية الاستثمار الموقعة مع صندوق الإيداع والتدبير بما قيمته 2,8 مليون أورو، لتصل إلى 5.323.818,50 أورو أي ما يعادل 60.180.953,34 درهم وهو ضعف ما هو منصوص عليه في الاتفاقية.

#### ◀ مساهمة ذات عائد سلبي مع وجود صعوبة في تفويتها

تبين أن المساهمة في رأسمال شركة "MI" هي استثمار على المدى الطويل يتسم بتركيز لرأس المال مع عائد مالي سلبي. فعلى الرغم من مختلف عمليات إعادة الهيكلة التي تم إنجازها فما تزال هذه الشركة تسجل خسائر كما تم تخصيص احتياطات في حسابات أكاسيا Acacia لتغطية تناقص قيمتها. وشهدت شركة "MI" خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2014 ثلاث عمليات تخفيض للرأس مال بعلّة وقوع خسائر.

ومن جهة أخرى، لم يشمل قرار الاستثمار الأصلي القيام بدراسة لسيناريوهات تفويت هذه المساهمة. حيث قامت شركة فيبار-القابضة التي فوتت أسهمها في "M1" وما تزال تدير الشركة نيابة عن صندوق الإيداع والتدبير، بتجريب جميع الخيارات المطرحة لتحسين الوضع المالي للشركة، وذلك من خلال البحث عن دعم عمومي وهو ما قوبل بالرفض من قبل السلطات العمومية.

وهكذا، فإن احتمال استرداد المبلغ الذي تم ضخه يبقى صعب المنال في ظل طبيعة رأسمال الشركة وتسجيلها لخسائر وذلك بصرف النظر عن الخسائر المتعلقة بالمبلغ الذي تم استثماره وتكاليف الإدارة وتكلفة الاقتناء والتفويت.

#### ← خسائر في عملية التفويت لشركة أكاسيا

عرفت سنة 2010 تفويت فيبار-القابضة لأسهمها في شركة "M1" لشركة أكاسيا في إطار عملية إعادة ترتيب الاستثمارات وذلك بسعر 116.891.596,80 درهم، أي بنفس سعر اكتتاب فيبار-القابضة في عمليات الزيادة في رأسمال شركة M1 التي أنجزت سنة 2010. وقد أدت عملية التفويت هاته إلى فقدان فيبار-القابضة لما قيمته 140.519.227 درهم.

واستقرت مساهمة فيبار-القابضة في رأسمال "M1" بعد تفويتها لشركة أكاسيا في نسبة 50,3 %، وذلك إلى غاية 31 دجنبر 2010، لتنتقل فيما بعد إلى 54,4 % نتيجة الزيادة نقدا في رأسمال "M1" بتاريخ 27 يونيو 2011 بما مجموعه 7.977.000,00 درهم. كما تم إنجاز عملية زيادة ثانية في رأس المال بقيمة 160.516.000,00 درهم عن طريق إجراء مقاصة مع ديون الشركة المتعلقة بالحساب الجاري، وذلك بتاريخ 9 دجنبر 2014 ليصل معه مستوى التعرض الإجمالي إلى 348.387.046,80 درهم بحلول هذا التاريخ.

وهكذا وبعد تفويت شركة فيبار-القابضة لحصتها، حافظت مجموعة صندوق الإيداع والتدبير عبر شركته التابعة Acacia على دعمه لشركة تنكبد خسائر منذ انطلاقتها بالرغم من افتقاره لرؤية مستقبلية حول جدوى المساهمة وكذا خطة وتكلفة تفويتها.

#### ← صعوبة في سداد القروض الممنوحة لشركة "M1"

تم توقيع اتفاقية قرض بتاريخ 2 نوفمبر 2005 بين صندوق الإيداع والتدبير وشركته التابعة فيبار-القابضة لتمويل الاستثمار الأولي في شركة M1 يسمح بموجبه لهذه الأخيرة بالاستفادة من قرض بمبلغ يعادل ما قيمته 7 مليون أورو بسعر فائدة قدره 4 % ولفترة تمتد على 5 سنوات. وتم تعديل الاتفاق سالف الذكر، بتاريخ 9 يونيو 2008، حيث تم رفع مبلغ القرض ليصل إلى 8,12 مليون أورو.

وعلى الرغم من تنصيب الاتفاقية المشار إليها أعلاه على سداد سنوي للفوائد ابتداء من تاريخ انجاز الاستثمار، فإن التعديل الذي تم إدخاله على العقد بتاريخ 9 يونيو 2008 راجع هذه الشروط ونص على رسلة سنوية (شاملة للرسوم) في الذكرى السنوية لإنجاز الاستثمار.

ونتيجة لذلك، فإنه لم تتم تسوية الفوائد المستحقة لصندوق الإيداع والتدبير بتاريخ 13 يونيو 2008 والمقدرة بمبلغ 3.110.689,98 درهم، حيث تمت رسالتها بغرض الزيادة في رأسمال شركة فيبار-القابضة. كما تم سداد القرض الذي بلغ موعد استحقاقه بتاريخ 13 يونيو 2010 عن طريق تحويل الديون إلى أصل الدين وفوائد بتاريخ 14 يونيو 2010.

وبالنظر إلى عجز شركة M1 عن الوفاء بالتزاماتها، تم اللجوء، عن طريق إدخال تعديلات على العقد، إلى تمديد مواعيد الفوائد المستحقة على الديون المتعلقة بالحساب الجاري، مما يدل على عدم وضوح الرؤية فيما يتعلق بهذه المساهمة.

#### ← قصور في عملية اقتناء المساهمة في شركة "Vé"

لم يتم التصديق على عملية المساهمة في رأسمال هذه الشركة من قبل المجلس الإداري واكتفت فيبار-القابضة بالحصول على موافقة لجنة الاستثمارات التابعة لها، وذلك بتاريخ 16 يناير 2006 و17 أبريل 2007.

وبالإضافة إلى ذلك، لم تقدم شركة فيبار-القابضة للجنة الاستثمارات ما يفيد قيامها بإجراءات العناية الواجبة لعملية اقتناء "Vé"، حيث أن خطط أعمال "Vé" التي قدمت في اجتماعي اللجنة المنعقدين في يناير 2006 ويونيو 2006 هي من إعداد إدارة الشركة نفسها ولم يتم تدقيقها من قبل فيبار-القابضة. كما أن البيانات المالية المستخدمة في خطط الأعمال هذه تتعلق فقط بالفترة الممتدة من 2001 إلى 2004 ولا تشمل تلك المتعلقة بسنتي 2005 و2006.

#### ← قصور في عملية التفويت

قامت فيبار-القابضة في أبريل 2010 بتطبيق خيار البيع المتعاقد بشأنه والذي يسمح لها بتفويت نسبة 9% من رأسمال شركة "Vé" بسبب عدم إنجاز عملية الإدراج في البورصة المقررة قبل 30 يونيو 2009 بموجب اتفاقية المساهمين التي تربط "Vé" وفيبار-القابضة.

ولم يتم تنفيذ عملية التفويت إلا بحلول سنة 2012، وذلك بسبب الاختلافات في تقييم شركة "Vé". وفي هذا الصدد، اقترحت شركة "Vé" في يناير 2011 سعر استرداد قدره 200 مليون درهم على فيبار- القابضة وذلك رداً على عرض الخبير الأول الذي عينته فيبار-القابضة والذي حدد السعر في 272 مليون درهم، غير أنه تم رفض اقتراح إعادة الشراء هذا من قبل فيبار-القابضة.

ونتيجة لذلك، أبرمت شركة فيبار- القابضة اتفاقية بيع في ماي 2012 على أساس عرض بقيمة 165 مليون درهم، على الرغم من رفضها ذلك في يونيو 2011. وقد أدى قبول فيبار- القابضة لهذا العرض إلى فقدانها لأرباح قدرها 35 مليون درهم في ظل وجود عرض مسبق بقيمة 200 مليون درهم في يناير 2011.

#### ← خسائر في عملية تفويت الحصة المملوكة في رأسمال شركة "Vé"

عرفت عملية الاستثمار في شركة "Vé" تسجيل خسائر كما لم يتم تحقيق معدل العائد 13% الوارد في خطة أعمالها. ولم تساهم عملية المساهمة في رأس مال شركة "Vé" من تحقيق عوائد إلا خلال سنتي 2009 و2010، وذلك على الرغم من حيازتها لمدة خمس سنوات. ونتيجة لذلك، لم يتجاوز متوسط الربحية الداخلية لهذه المساهمة 1,5%. كما توقع مخطط العمل أيضاً معدل عائد داخلي بنسبة 3% في حالة تفويتها بشكل كلي في حين حققت فيبار-القابضة خسائر بقيمة 67,7 مليون درهم.

تبعاً لما سلف، يوصي المجلس الأعلى للحسابات شركة فيبار- القابضة بما يلي:

- إضفاء الطابع الرسمي على استراتيجية الاستثمار وسحب الاستثمارات المصادق عليها من قبل هيئات الإدارة ذات الصلة؛
- تنفيذ دليل الإجراءات لعملية التتقيب عن الاستثمار من خلال ضمان توثيق العمل المتعلق بهذه المرحلة؛
- ضمان الامتثال للمعايير المنصوص عليها في استراتيجية الاستثمار؛
- ضمان الامتثال لعملية الاستثمار وسحب الاستثمارات المنصوص عليها في دليل الإجراءات.

## II. جواب المدير العام لصندوق الإيداع والتدبير

### (نص الجواب كما ورد)

**(Fipar-Holding)** فيبار- القابضة هي شركة مغربية مجهولة الاسم قام بإنشائها البنك الوطني للتنمية الاقتصادية في 15 يونيو 1989 وتم شراؤها من طرف صندوق الإيداع والتدبير بنسبة 100% في شتنبر 2003. وكان صندوق الإيداع والتدبير يهدف من خلال عملية الاقتناء هذه إلى تطوير الاستثمار بوجه خاص في الأسهم غير المدرجة في البورصة عبر الاعتماد على أداة استثمار مختصة وفريق عمل مهني خبير بهذا المجال.

وبالتالي ركزت فيبار- القابضة كامل جهودها على المساهمات بحصص صغيرة والمساهمات الاستراتيجية الكبرى إلى جانب متعاملين معروفين ومختصين في مجالاتهم، مع الاهتمام بالربح المالي على الأمدين المتوسط والبعيد.

تتمثل مهمة فيبار- القابضة في تقديم الدعم الفعال على المدى المتوسط والبعيد للمتعاملين الوطنيين الحاملين لمشاريع كبرى وكذلك للمتعاملين الدوليين الذين يرغبون في إقامة أو تطوير شركات رائدة في المغرب.

تستفيد فيبار- القابضة من خاصية هامة كونها شركة استثمار غير معرضة للتصفية ولديها إمكانية بدء الاستثمار بتكلفة 100 مليون درهم على الأقل (ما عدا في حال موافقة مجلس الإدارة أو لجنة الاستثمار على غير ذلك)، وبالتالي فإنها تختلف عن صناديق الاستثمار التقليدية التي لديها مدة صلاحية محدودة (تبلغ مدة صلاحية هذه الصناديق بصفة عامة من 10 إلى 12 عامًا، مما يجعلها، في رأينا، غير مناسبة لمرافقة المشاريع الكبرى في مجالات البنى التحتية والصناعة أو المشاريع في طور الإنشاء).

فهذا المستوى من الأداء لفيبار- القابضة يعود الفضل فيه إلى اختياراتها الاستراتيجية وتموقعها الاستثنائي. ومن جهة أخرى، يعتبر مجال الأسهم الخاصة (Private Equity) مجالاً محفوفاً بالمخاطرة بطبعه، وتتمثل هذه المخاطرة في إمكانية الخسارة الجزئية أو الكلية للاستثمار المتعلق بمساهمة معينة في رأس المال، علماً أن متعاملي القطاع يتقبلون طبيعة هذا النشاط تقبلاً تاماً. فلا يوجد أي متعامل في مجال الأسهم الخاصة لم يعرف الخسارة، ومشروعيته لا يستمدها فقط من نجاحه بل وأيضاً من فشله. يعتبر مجال الأسهم الخاصة حقلاً للتجارب لا يمكنه الاعتماد على خطط معدة سلفاً، كما أنه مجال يتطلب الحذر.

لقد برهنت فيبار- القابضة منذ أن اشتراها صندوق الإيداع والتدبير في 2003، عن قدرتها على مرافقة شركائها بفعالية لتنفيذ خطط التطوير الخاصة بهم وخلق القيمة.

ويجدر بالذكر أن فيبار- القابضة نفذت في الفترة من 2009 إلى 2018 مساهمات بقيمة تتجاوز 7,9 مليار درهم، مقابل 4,8 مليار درهم نفذتها صناديق الاستثمار التابعة للجمعية المغربية للمستثمرين في رأس المال (AMIC).

وتقدم فيبار- القابضة أداءً جيداً منذ شرائها من قبل صندوق الإيداع والتدبير في سبتمبر 2003. إذ حققت منذ 2004 نتائج صافية إيجابية ومستقرة، منتقلة من 24 مليون درهم في 2004 إلى 387 مليون درهم في 2018، أي بنسبة نمو سنوية متوسطة تبلغ 21% للفترة من 2004 إلى 2018. وتم تسجيل أفضل النتائج في عام 2010 (نتائج صاف بقيمة 884 مليون درهم).

ومن جهة أخرى، حصل صندوق الإيداع والتدبير من فيبار- القابضة للفترة ما بين 2004 و2018، على حصص ربح بلغ مجموعها 2 مليار و497 مليون درهم.

وبناءً على هذا الأداء المالي المسجل، وعلى تقييم محفظة الاستثمار طبقاً للمعايير الدولية المعمول بها لدا لجمعية الأوروبية للأسهم الخاصة ورؤوس الأموال الاستثمارية (EVCA) والتي تعتبر الطريقة الأكثر حذراً في مجال التقييم، حقق صندوق الإيداع والتدبير من استثماره في فيبار- القابضة منذ شرائها في شتنبر 2003 معدل عائد داخلي خام للمساهمين بنسبة 11,5%. ويرتفع معدل العائد الداخلي الخام لصندوق الإيداع والتدبير إلى 13,4% عندما نأخذ بعين الاعتبار تقييم مساهمات المحفظة حسب القيمة السوقية لها.

### أولاً. الاستراتيجية الاستثمارية وعمليات الاستثمار وسحب الاستثمارات

#### ◀ عدم تحديد بنية معينة لمحفظة السندات المدرجة وغير المدرجة

تم وضع استراتيجية الاستثمار لفيبار- القابضة، التي صادقت عليها هيئات الحكامة لفيبار- القابضة، في دجنبر 2006، ثم خضعت للمراجعة في نونبر 2010، وهي تهدف أولاً إلى المساهمة في رأس مال شركات غير مدرجة في البورصة دون استبعاد إمكانية الاستثمار في شركات مدرجة بالبورصة. هذه الاستراتيجية لا توضح النسب المراد تخصيصها بين المساهمات الغير المدرجة في البورصة والمساهمات المدرجة في البورصة.

يرجع التغيير في بنية محفظة الاستثمار فيما يتعلق بنسب المساهمات الغير المدرجة والمساهمات المدرجة بشكل أساسي إلى إدراج المساهمات الغير المدرجة في البورصة (إدراج في البورصة) أثناء فترة استثمار فيبار- القابضة، مع العلم أن استراتيجية الاستثمار لفيبار- القابضة تتمثل في البحث عن السيولة مع مرور الوقت، ولاسيما عن طريق عمليات الإدراج في البورصة.

كانت محفظة الاستثمار المدرجة في البورصة تمثل في نهاية دجنبر 2017 حوالي 20% من الرصيد الجاري بالخام للمحفظة. فهذه الحصة من السيولة في محفظة الاستثمار، تمثل ميزة هامة بالنسبة لفيبار- القابضة، إذ تتيح لها، بما في ذلك، تحسين تكلفة التمويل من قبل النظام البنكي.

#### ◀ عدم احترام آفاق الاستثمار على الأمدين المتوسط والبعيد

تعتبر فيبار- القابضة مستثمرا على الأمدين المتوسط والبعيد. وطالما أن فيبار- القابضة تتقاسم نفس الرؤية الاستراتيجية مع شركائها، وأن المساهمات تتيح خلق القيمة، وأن فيبار- القابضة ترى أنه بإمكانها الاستمرار في أداء دور هام، فإنها ستبقى دائما مستمرة في مساهماتها. أما عندما تتاح فرص الانسحاب، فإن فيبار- القابضة تدرسها من كافة جوانبها الأساسية (الربحية) والاستراتيجية، ثم تعرضها على هيئات الحكامة لتقييمها. كما يمكن أن تنتج قرارات الانسحاب من المساهمة عن اعتبارات ذات الصلة بمخاطر مرتفعة، أو بسبب اختلاف الرؤية الاستراتيجية، أو وقوع حدث جديد من شأنه تفويض الاستثمار، أو بسبب تغيير المتعامل صاحب أغلبية الأسهم. وبما أن فيبار- القابضة تعتبر مساهما بحصة صغيرة، فإنه من واجبها حماية مصالحها وسحب استثمارها في أفضل الظروف.

يتم تحضير حيثيات الانسحاب من الاستثمار، وفقا لكل ملف، قبل تحقيقه، وذلك لاسيما عن طريق بند الانسحاب المشترك، وخيار البيع، وإحالة الأسهم إلى متعامل صناعي، والإدراج في البورصة، وغير ذلك.

وتتعلق هذه الحالة بالمساهمة في رأس مال "F". إذ قررت فيبار- القابضة تطبيق خيار البيع مثلما هو مرخص به في العقد المبرم بين المساهمين بعد شراء "F" من قبل متعامل دولي، فنفدت الانسحاب من رأس مال "F" في غشت 2007 مما أتاح لها تحقيق معدل عائد داخلي بنسبة 15%.

#### ◀ عدم الالتزام بعملية اتخاذ القرار في مجال الاستثمار

وضعت فيبار- القابضة منذ 2005 منظومة حكامة مكونة من لجنتين داخليتين منبثقتين عن مجلس الإدارة وهما: لجنة الاستثمار ولجنة المخاطر والحسابات.

ويشكل مجلس إدارة فيبار- القابضة هيئة الحكامة الرئيسية للشركة. كما أنه يصادق على الاستراتيجية، ويسطر أهداف الأداء، ويحدد الوسائل الضرورية، ويتابع تحقيق الأهداف المسطرة، ويتأكد أيضا من التحكم الجيد بالمخاطر.

تتنبثق لجنة الاستثمار عن مجلس الإدارة، وهي تعمل ك لجنة استشارية وتقدم الدعم والمساعدة له، كما أنها تصدر آراءها فيما يخص مشاريع الاستثمار وتفاصيلها وإنجازها (هيكلية وتنفيذ العملية)، فضلا عن عمليات سحب الاستثمار التي تعرضها عليها هيئة الإدارة. لا يتم اللجوء دائما إلى لجنة الاستثمار، فإنه بإمكان مجلس الإدارة اتخاذ القرار مباشرة فيما يخص عمليات الاستثمار وسحب الاستثمار دون استشارة لجنة الاستثمار.

ومنذ إنشاء مجلس الإدارة للجنة الاستثمار في 26 يناير 2005، قامت هذه الأخيرة بعقد اجتماعات لدراسة ست ملفات في الفترة بين 2006 و 2011.

تمت المصادقة على المساهمة في رأس مال "C" من قبل لجنة الاستثمار في 22 يونيو 2006، وذلك عن طريق "إجراء الاستشارة المسرعة"، بموجب المادة 9 من ميثاق لجنة الاستثمار التابعة لفيبار- القابضة.

أما بالنسبة للمساهمة في رأس مال "S"، فقد انعقدت لجنة الاستثمار بتاريخ 4 أغسطس 2011 للنظر فيها.

وفيما يخص المساهمة في رأس مال "M"، تمت المصادقة عليها من قبل مجلس الإدارة في 26 يناير 2005 في إطار خطة الاستثمار المتوسطة الأمد للفترة 2005-2007 المصادق عليها أيضا من قبل نفس مجلس الإدارة، فيما لم تكن لجنة الاستثمار قد نشأت بعد في تاريخ انعقاد مجلس الإدارة هذا.

#### ◀ عدم كفاية العناصر المتعلقة بطرق إنجاز لاستثمارات وتمويلها في أعمال لجنة الاستثمار

منذ أن أعد صندوق الإيداع والتدبير ميثاق الحكامة الجديد للمجموعة في سبتمبر 2013، بات من الإجمالي أن يعرض كل مشروع استثمار تتجاوز قيمته 100 مليون درهم وكل مشروع رفع دين بنكي تتجاوز قيمته 100 مليون درهم، على لجنة الاستراتيجية التابعة لمجموعة صندوق الإيداع والتدبير للموافقة عليه.

وبالتالي تمت الموافقة على مشروع مساهمة فيبار- القابضة في الشركة "J" والتمويل البنكي ذو الصلة بمبلغ إجمالي قيمته 400 مليون درهم، بتاريخ 29/11/2016 من قبل لجنة الاستراتيجية التابعة لمجموعة صندوق الإيداع

والتدبير. فضلا عن ذلك، تمت الموافقة على كافة المساهمات التي نفذتها فيبار- القابضة في الفترة من 2017 إلى 2018 من قبل لجنة الاستراتيجية التابعة لمجموعة صندوق الإيداع والتدبير، وأيضا هيئات الحكامة لفيبار القابضة (لجنة الاستثمار/مجلس الإدارة).

## ثانيا. تدبير المحفظة

### ◀ عدم احترام معايير الاستثمار المنصوص عليها في استراتيجية الاستثمار

تهدف فيبار- القابضة إلى مراقبة الشركات و/أو إنجاز المشاريع الضخمة، والتي تتمتع بإدارة مقتردة وتنظيم مقبول وتتقاسم نفس القيم المعتمدة لدى مجموعة صندوق الإيداع والتدبير (الأداء، الابتكار، التآزر، المواطنة والمسؤولية المجتمعية، الأخلاقيات والشفافية...).

ورغم أنها وسيلة استثمارية شاملة ومتعددة القطاعات، إلا أن فيبار- القابضة قامت بتحديد القطاعات التي لديها إمكانيات عالية للتنمية وخلق القيمة، تستهدفها بالأولوية قبل غيرها في سياق استراتيجية استثمارية. وتتمثل هذه القطاعات في الطاقة والبنى التحتية والصناعات والخدمات (التكنولوجيات، التوزيع، الإمداد والتمويل...).

كما تبقى فيبار- القابضة مترقبة لفرص الاستثمار في القطاعات الأخرى ولا تستبعد إمكانية استثمار تؤدي إلى خلق القيمة.

تهدف فيبار- القابضة إلى دعم محفظتها الاستثمارية بمساهمات مختلفة الأحجام ومشاريع أطوار مختلفة من النضج ولديها مواصفات مخاطرة وربحية مختلفة، وذلك لتشكيل محفظة استثمار قادرة على تقديم نواتج مستقرة، مع إمكانية تمويل النمو مع توليفة مخاطر جيدة.

ورغم أن استراتيجية الاستثمار هذه تحدد عتبات التعرض للمخاطرة حسب المساهمة وقطاع النشاط، إلا أنه يمكن أن تقرّ هيئات الحكامة لفيبار- القابضة استثناءات لكي تتمكن من إلقاط فرص استثمار استراتيجية.

وبذلك شكلت فيبار- القابضة حافز لمشاريع هيكلية ضخمة في المغرب ومنها: السلطة المينائية طنجة المتوسط، مصنع رونو بطنجة، مصنع بيجو سيتروين للسيارات في المغرب، ميديتليكوم...

### ◀ انخفاض في أداء المحفظة

تهدف استراتيجية استثمار فيبار- القابضة إلى تحقيق معدل ربحية أدنى يتم قياسه بواسطة معدل العائد الداخلي، كمعيار قاعدي لقياس أداء الشركة الاستثمارية.

وكانت استراتيجية استثمار فيبار- القابضة تهدف إلى تحقيق مستوى مردود أرباح متوسط شامل لمحفظة الاستثمار، يؤخذ بعين الاعتبار في حسابه فقط الأرباح المحصلة من مجمل خطوط المساهمات أثناء السنة المالية.

وقد عرفت محفظة مساهمات فيبار- القابضة تطورا ملحوظا (حسب قيمة الاقتناء الخام) في الفترة من 2004 إلى 2017، حيث انتقلت من 1507 مليون درهم في 2004 إلى 4871 مليون درهم، أي بمعدل نمو سنوي متوسط نسبته 11% للفترة من 2004 إلى 2017. كما تم تحقيق أكبر النتائج (5821 مليون درهم في 2009 و6482 مليون درهم في 2011) بعد عمليات المساهمة في رأس مال "Me" في 2009 و30% من رأس مال "T" في 2011. أما من ناحية القيمة السوقية، فقد تطورت محفظة مساهمات فيبار- القابضة من 1507 مليون درهم في 2004 إلى 6648 مليون درهم في 2017، أي بمعدل نمو سنوي متوسط نسبته 12% للفترة من 2004 إلى 2017.

وفضلا عن ذلك، سجلت الأرباح المحصلة من محفظة مساهمات فيبار- القابضة للفترة من 2004 إلى 2017، نموا متواصلا ومتكررا انتقل من 30 مليون درهم في 2004 إلى 231,5 مليون درهم في 2017، أي بمعدل نمو سنوي متوسط نسبته 17% للفترة من 2004 إلى 2017، مع تسجيل ارتفاع في معدل عائد الأرباح (مردود الأرباح) من 2,5% في 2004 إلى 4,8% في 2017.

ومن جهة أخرى، نجحت فيبار- القابضة في تنفيذ عمليات الإنسحاب من عدة مساهمات طيلة الفترة من 2004 إلى 2017، مع تحقيق معدلات عائد داخلي جيدة: المساهمة في F (15%)، المساهمة في S (15,6%)، المساهمة في C (12,1%)، إلخ.

### ◀ قصور في تدبير المخاطر

فيما يخص الجانب المتعلق بنسبة "المخاطرة/المردود"، من الصعب تحديد نسبة "مخاطرة/مردود" لكل قطاع. ففي نفس القطاع، يمكن أن ترتبط المشاريع بمخاطر مختلفة وتنتج بالتالي عنه مستويات معدل عائد داخلي مختلفة. وفي نفس القطاع أيضا، يمكن أن تكون للمشروع مخاطر مختلفة حسب ما إذا كان في مرحلة الإنشاء أو التطوير، وقد تكون عبارة عن مخاطر جوهرية للمشروع أو مخاطر متعلقة بالحكامة، أو بحجم المشروع، أو بحالته المالية.

ويجدر الذكر أن فيبار- القابضة أنشأت منذ 2005 لجنة المخاطر والحسابات، وهي لجنة منبثقة عن مجلس الإدارة وتقدم له المساعدة، الاستشارة والدعم. فقد كلف مجلس إدارة فيبار- القابضة هذه اللجنة بمهام متعلقة بتدقيق ومراجعة الحسابات السنوية وتحديد المخاطر والتحكم بها.

ويذكر أن لجنة المخاطر والحسابات تتعامل مع كافة المخاطر التشغيلية التي تواجه فيبار- القابضة، بما في ذلك كافة المخاطر المرتبطة بمختلف المساهمات التي لديها أو يمكن أن يكون لها تأثير هام على حسابات فيبار- القابضة. وفيما يتعلق بالمخاطر، تدرسها هذه اللجنة وتصدر توصيات لوضع مخطط للمخاطر، وتحليل سياسة متابعة المخاطر وغير ذلك. ويتم عرض ملخص عن أعمال لجنة المخاطر والحسابات أثناء اجتماعات مجلس الإدارة.

### ثالثا. دراسة بعض المساهمات في الرأسمال

◀ حالة المساهمة في رأس مال "Mé": عدم احترام التراخيص القبلية المتعلقة بالمساهمة في الرأسمال تخضع كل عملية استثمار للموافقة المسبقة لوزارة المالية. وفيما يخص المساهمة في رأس مال "Mé"، تم الترخيص لفيبار- القابضة بموجب المرسومين رقم 2-09-558 و 2-09-559 الصادرين في 13/10/2009، المساهمة في رأس مال شركة "Mé" بنسبة شاملة تبلغ 32,41% من رأس المال ومنها 2,41% كمساهمة مباشرة، و30% كمساهمة غير مباشرة عن طريق مساهمة فيبار- القابضة بنسبة 50% في وسيلة استثمار تملك 60% من رأس مال شركة "Mé".

وقد قدمت وزارة المالية موافقتها مسبقا على تغيير هيكل العملية عن طريق مساهمة فيبار- القابضة مباشرة في رأس المال بنسبة 32,41% (لم تتغير النسبة)، عوض المساهمة بنسبة 32,41% بطريقة مباشرة وغير مباشرة كما هو مذكور سلفا. فقد وافقت وزارة المالية على مساهمة فيبار- القابضة بصفة مباشرة بنسبة 32,41% في رأس مال شركة "Mé" بمقتضى مراسلة مؤرخة في 29 دجنبر 2009، وذلك قبل تنفيذ العملية.

### ◀ حالة المساهمة في رأس مال "S": لا تتوافق واستراتيجية استثمار شركة فيبار القابضة "S" المساهمة

كما تم ذكره سابقا، رغم أنها تعد مستثمرا على الأمدين المتوسط والبعيد، ذلك لا يمنع فيبار- القابضة أن تفكر في سحب أي استثمار بشكل مبكر.

وبالتالي تم انسحاب فيبار- القابضة من رأس مال "S" بعد مرور مدة 4 سنوات من المساهمة وتم ذلك في إطار تغيير الشريك الاستراتيجي. فقد كانت الشركة بحاجة إلى دعم شريك صناعي ذو قدرات وموارد تقنية وتسويقية هائلة، ولاسيما في مجال البحث والتطوير يمكنها من الدخول في دورة نمو ثانية. وسمح مجلس إدارة فيبار- القابضة بمشروع الانسحاب بتاريخ 28 مايو 2015، بشرط رفع الشروط الواقفة، ولاسيما الحصول على موافقة وزارة المالية (مثلما هو موضح في المادة 4 (d) من عقد الإحالة) وموافقة رئيس الحكومة بناءً على التشريع القائم في مجال التركيز الاقتصادي. تم تنفيذ الانسحاب الفعلي من رأس مال الشركة "S" في غشت 2015 لصالح المتعامل الدولي "B" بعد الحصول على كافة التراخيص القانونية الضرورية، ومكن ذلك فيبار القابضة من تحقيق ربح رأسمالي خام بقيمة 139,55 مليون درهم ومعدل عائد داخلي خام بنسبة 15,6%.

### ◀ حالة المساهمة في رأس مال "Vé": "Vé" قصور في عملية اقتناء المساهمة في شركة "

يخضع كل ملف استثمار لدراسة تشمل مواصفات القطاع الذي تنشط فيه الشركة المعنية، وتسويق المنتجات والخدمات، فضلا عن التحليل الاستراتيجي والمالي وقيم الشركة ونوعية المتعامل والمساهمين فيها وكذلك فريق الإدارة.

وفيما يخص المساهمة في رأس مال Vé، فإنه قد تم اتخاذ الإجراءات الضرورية بمساعدة مكتب دراسات دولي، كما تم عرض نتائج هذه العملية على لجنة الاستثمار. حيث تم تناول ملف هذه المساهمة في رأس المال في اجتماع أول للجنة تم انعقاده في في يناير 2006 ثم في اجتماع ثان في يونيو 2006.

أما فيما يتعلق بإحالة الأسهم، فقد نفذت فيبار- القابضة خيار البيع في إبريل 2010 بناءً على عقد المساهمة، بعد عدم إدراج "Vé" في البورصة كما كان مقررا مسبقا.

وأثناء اجتماع لجنة استثمار فيبار- القابضة بتاريخ 14 مايو 2012 للفصل في إحالة أسهم Vé، تم التوضيح أن فيبار - القابضة لديها عرضا شفويا وغير ملزم بقيمة 200 مليون درهم. ويجدر بالذكر أن المبلغ الإجمالي للتدفقات المحصلة أثناء الإحالة يتجاوز مبلغ 200 مليون درهم. وبالتالي فإن الحصيلة العامة لهذه العملية بالنسبة لفيبار- القابضة فيما يتعلق بالاستثمار في Vé، تمثل ناتجا إيجابيا بقيمة 18,2 مليون درهم.

## رابعاً. خطة العمل

في الختام، يتعين الإشارة إلى أن صندوق الإيداع والتدبير سيأخذ بعين الاعتبار التوصيات المتضمنة في تقرير المجلس الأعلى للحسابات، وسيقوم بتحويلها إلى خطة عمل تخضع لمتابعة عن كثب من قبل هيئات الحكامة. وفي هذا الصدد، سنتناول خطة العمل بشكل رئيسي المحاور التالية:

1. إعداد خطة استراتيجية جديدة مزودة بخطة أعمال مفصلة للفترة من 2019 إلى 2023 وتشمل التوجهات الاستراتيجية الجديدة لمجموعة صندوق الإيداع والتدبير؛
2. تعديل دليل الإجراءات المتعلقة بالمهنة، مع إضفاء طابع رسمي أفضل على مختلف مراحل المهنة، ابتداءً من مرحلة "التتقيب" ووصولاً إلى مرحلة "سحب الاستثمار".