

## La société « Fipar-Holding »

La Holding Financière de Participations et d'Investissements dénommée "Fipar-Holding" est une société anonyme à conseil d'administration créée le 10 juin 1989 par l'ex-BNDE et rachetée par la CDG en 2003. Son capital social est de 2.820 MDH.

Fipar-Holding est l'investisseur financier de la CDG. Elle a pour mission la constitution de portefeuilles de participations minoritaires, à caractère stratégique et de taille significative, avec une logique de rentabilité à moyen et long termes.

Fipar-Holding gère aussi les investissements de la CDG à l'international. Ces participations sont gérées par deux structures créées dans la zone off-shore de Tanger, CMVT International et Teck Capital Management.

Au niveau de la gouvernance, Fipar-Holding est administrée par un conseil d'administration et dispose de deux comités spécialisés ; comité d'investissement et comité des risques et des comptes. L'effectif du personnel s'élève à 14 cadres et agents.

L'organisation de Fipar-Holding s'articule autour de deux pôles : le pôle investissement et gestion des participations et le pôle support et finances.

Le budget de Fipar-Holding au titre de l'année 2017 s'élève à 22,5 MDH.

A fin 2017, Fipar-Holding a réalisé un résultat net de 243,4 MDH. Et la valeur comptable de ses actifs s'établit à 4.871 MDH composés de dix lignes de participations.

### I. Observations et recommandations de la Cour des comptes

La mission du contrôle de la gestion effectuée par la cour des comptes au sein de la société Fipar-Holding a fait ressortir les observations et recommandations relatives aux axes suivants :

#### A. Stratégie et processus d'investissement et de désinvestissement

Sur la période de 2007 à 2016, Fipar-Holding a élaboré deux stratégies d'investissement basées sur les principes directeurs suivants :

- Investir dans un portefeuille diversifié à différents égards (secteur, phase de maturité...);
- Ne pas détenir des participations majoritaires supérieures à 50% ;
- Réaliser un rendement financier à moyen et/ ou long termes (à priori supérieur à 5 ans) ;
- Viser une rentabilité d'investissement par projet de 10% correspondant aux investissements peu risqués ;
- La priorité est accordée à l'acquisition des participations dans les sociétés non cotées.
- L'analyse de la stratégie de Fipar-Holding a permis de faire ressortir les observations suivantes :

#### ➤ Non définition d'une structure cible du portefeuille en titres cotés et non cotés

La stratégie d'investissement adoptée par Fipar-Holding en novembre 2010 ne précise pas les modalités de fixation dans le portefeuille des parts des titres cotés et non cotés. Les principes d'intervention découlant de la stratégie d'investissement fixent uniquement des seuils en matière d'investissement unitaire à 100 MDH représentant au maximum 20% de l'actif réévalué de la holding.

La non définition de la part du coté et non coté de chaque secteur dans le portefeuille ni dans la composition des types de placements a fait ressortir que l'horizon d'investissement est projeté à moyen et long termes sans précision d'horizon cible.

### ➤ **Non respect de l'horizon d'investissement aux moyen et long termes**

La stratégie d'investissement de Fipar-Holding a retenu l'horizon de moyen et long termes comme durée de détention des titres de participation constituant son portefeuille. Or, la société n'a pas toujours respecté cet horizon et certaines opérations de cession ont été effectuées alors que la durée de détention de ces titres était inférieure à une année.

On cite à titre d'exemple, les opérations suivantes :

- Cession des titres détenus dans la société "F" en date du 2 août 2007. Ces titres ont été acquis en date du 3 novembre 2006, ce qui porte la durée de leur détention à 9 mois ;
- Cession des actions détenues dans la société "LV" en date du 16 avril 2010. Ces titres ont été acquis en date du 16 juillet 2008, ce qui porte la durée de leur détention à un an et 9 mois ;
- Cession des actions détenues dans la société "DH" en date du 27 mai 2010. Ces titres ont été acquis en date du 27 avril 2008, ce qui porte la durée de leur détention à deux ans et un mois.

### ➤ **Non formalisation du processus de prospection**

Malgré le fait que le manuel des procédures ait décrit le processus de prospection, cet outil n'est pas toujours utilisé. En effet, la prospection qui constitue une étape déterminante du processus d'investissement, vise à être en veille sur le marché et le milieu des affaires en vue d'identifier les opportunités d'investissement qui sont en phase avec la stratégie de Fipar-Holding. A cet effet, il a été relevé que cette phase de prospection essentielle à la prise de décision n'est pas formalisée.

Ainsi, le conseil d'administration réuni le 2 mars 2012 a demandé au management de Fipar-Holding de réfléchir à la formalisation du processus interne de prospection et d'investissement.

De ce fait, en l'absence de formalisation des travaux liés à la phase de prospection, Fipar-Holding encourt le risque de déperdition des informations relatives aux efforts fournis et des données recueillies en relation avec les secteurs et les opportunités ciblés.

### ➤ **Non respect du processus de prise de décision en matière d'investissement**

Le comité d'investissement doit apprécier les propositions d'investissement retenues par le management de la Holding cadrant avec sa stratégie aux fins d'émettre un avis sur l'opportunité, le niveau, la forme et les modalités de réalisation des opérations.

Cependant, la non-tenu des comités d'investissement pour la période 2006-2011 et l'absence des PV de certaines de ses réunions n'a pas permis d'apprécier les éléments du business plan et de valorisation proposée servant comme base de prise de décision d'investissement pour les opérations d'acquisition effectuées durant cette période.

Par conséquent, plusieurs opérations d'investissement ont été traitées et validées par le conseil d'administration sans examen préalable de la part du comité d'investissement ("C", "A", "S", et "M" ...).

### ➤ **Insuffisance des éléments relatifs aux modalités de réalisation et de financement des investissements dans les travaux du comité d'investissement**

Les modalités de financement des acquisitions de lignes de participation ne sont pas prévues dans le processus d'investissement. Elles sont prises en charge par la direction financière et support en consultant les banques et en tenant compte de certains critères à savoir, financement sans collatéral, et meilleur couple "taux / maturité".

Le comité d'investissement a également pour vocation de traiter le mode de financement et de réalisation des investissements. Or, les acquisitions ayant reçu l'accord du comité n'ont pas été étayées par des éléments relatifs au mode de financement de ces investissements.

A cet égard, le traitement des opérations d'acquisition des participations au niveau du comité d'investissement ne fait pas allusion à leur mode de financement. On cite à cet égard, l'acquisition de 10% de du capital de "A" au prix de 65 MDH et celle de "JFC" à hauteur de 400 MDH.

#### ➤ Absence de stratégie formalisée de désinvestissement

La stratégie d'investissement de 2010 ne prévoit pas de mécanismes de sortie bien que celle de 2006 ait précisé les différentes options / stratégies de sortie : cession en bourse, cession à un acteur industriel ou à un autre capital-investisseur ou cession au(x) promoteur(s) du projet ou à ses salariés.

La compétence de Fipar-Holding à assurer l'organisation de la sortie en passant par la recherche d'opportunités d'affaires n'est pas toujours démontrée. Egalement, il est à noter le maintien de certaines valeurs dans le portefeuille, et ce malgré leur défaut de rentabilité. La Holding se trouve dans l'incapacité d'assurer une sortie sans dégât, comme c'est le cas des valeurs "ALM", "CP" et "M".

#### ➤ Non soumission des conventions réglementées à l'autorisation préalable du Conseil d'administration

Les conventions réglementées conclues entre la CDG et Fipar-Holding en tant que filiale pour la période 2004-2014, n'ont pas été soumises à l'autorisation préalable du conseil d'administration comme le prévoit l'article 56 de la loi n°17-95 telle que modifiée et complétée par la loi n°20-05 relatives aux sociétés anonymes.

En effet, le management de la société informe les membres du conseil d'administration de la conclusion de ces conventions lors des sessions de l'instance et propose de les approuver dans toutes leurs stipulations.

## B. Gestion du portefeuille

L'examen du portefeuille de Fipar-Holding à travers sa structure, son mode de financement et son rendement et a permis de faire les constats suivants :

#### ➤ Non respect des critères d'investissement prévus par la stratégie d'investissement

Selon les critères d'investissement établis par la stratégie d'investissement 2006-2009, Fipar-Holding ne doit pas investir plus de 15% du total de son portefeuille dans une seule société et 20% dans un groupe de sociétés apparentées. Le portefeuille est considéré en valeur de marché et l'investissement est considéré en valeur d'acquisition.

Or, pour les années 2006, 2008 et 2009, Fipar-Holding a investi plus de 16% de son portefeuille dans les lignes de participation "C M", "C M" et "M".

Concernant la stratégie d'investissement relative à la période 2010-2016, elle a prévu les critères d'investissement comme suit :

- Un seul investisseur représente au maximum 20% de l'actif net réévalué ;
- Un seul secteur représente au maximum 30% de l'actif net réévalué.
- Fipar-Holding a investi pendant la période 2010-2016 dans certaines lignes de participations qui ont dépassé largement le maximum de 20% de l'actif net réévalué. En effet, quatre investissements n'ont pas respecté ce critère d'investissement en l'occurrence, "C M", "M", "T M" et "R".

Le non-respect du poids de chaque ligne de participation dans le portefeuille de Fipar-Holding expose cette dernière au risque de portefeuille. En effet, Fipar-Holding a investi en moyenne 35% de son actif net réévalué dans une seule ligne de participation en l'occurrence "M" pendant les sept dernières années.

Concernant le poids de chaque secteur dans le portefeuille de Fipar-Holding, il a été constaté que le secteur de l'industrie représente en moyenne 55% de l'actif net réévalué de la société pour la



période 2010-2013, dépassant ainsi les 30% arrêtés comme seuil fixé par la stratégie d'investissement susmentionnée.

#### ➤ **Structure du portefeuille dominée par des participations en stade de développement**

Concernant, la structure du portefeuille, la stratégie de Fipar-Holding stipule qu'elle a comme objectif de diversifier son portefeuille afin de réduire son niveau de risque et de stabiliser ses performances à moyen et/ou long termes en envisageant, entre autres, des prises de participations dans des sociétés dans différents stades de maturité (création, développement, maturité).

Or, il a été constaté que Fipar-Holding a tendance à privilégier les structures en phase de développement et l'investissement dans des entreprises en création.

#### ➤ **Tassement du rendement du portefeuille**

Le rendement du portefeuille est réalisé à travers des flux récurrents en l'occurrence les dividendes, les prestations de services rendus aux sociétés dont elle détient des participations (management fees) et les flux ponctuels à travers des cessions totales ou partielles en réalisant les plus-values.

Ainsi, le rendement moyen du portefeuille a connu, sur la période 2004-2016 une évolution aléatoire, ne dépassant guère les 7%. Alors que le taux de rentabilité interne prévu par la stratégie d'investissement a été fixé à un minimum de 10%.

Aussi, avec l'engagement de Fipar dans des projets structurants et lourds, ne pouvant dégager des dividendes dans le court et moyen termes, le rendement restait faible et ne dépassait pas en moyenne 4,25%. La structure du portefeuille selon l'horizon d'investissement n'arrive pas à assurer un rendement minimum stable en adéquation avec les objectifs visés par la stratégie d'investissement.

#### ➤ **Insuffisance dans la gestion des risques**

Concernant la politique de risque de Fipar-Holding, il est constaté que les principes d'intervention découlant de la stratégie d'investissement de la holding ne faisaient pas référence au ratio risque / rendement. Ils se limitaient à fixer le ticket minimum d'investissement et les limites maximales par secteur et par investissement représentant respectivement 30% et 20% de l'actif net réévalué de la société.

Ce manque d'appréciation du risque / rendement escompté par secteur cible a marqué la composition du portefeuille de Fipar-Holding qui est exposé au risque de portefeuille à travers la concentration des investissements dans deux secteurs principaux, à savoir l'industrie et les télécommunications et dans certaines lignes de participations.

#### ➤ **Concentration des investissements dans les secteurs de l'industrie, des télécommunications et de l'infrastructure**

La répartition sectorielle prévue par la stratégie d'investissement n'a pas été respectée et les investissements ont été concentrés sur les secteurs de l'industrie et des télécommunications. En effet, Fipar-Holding a investi plus de 2,7 MMDH dans l'industrie et les télécommunications représentant ainsi 73% du montant global des acquisitions réalisées pendant la période 2010-2016 et 93% du montant global de 3 MMDH prévu par la stratégie d'investissement.

Il y a lieu de souligner que les investissements dans les secteurs de l'infrastructure et de l'automobile s'accaparent 64% avec seulement trois lignes de participation : "T M", "R" et "P CM".

De ce fait, la diversification du portefeuille de Fipar-Holding, risque d'être atténuée par cette concentration sectorielle des investissements réalisés pendant la période 2010-2016. En effet, Fipar-Holding n'a pas respecté les engagements de diversification sectorielle inscrits dans sa stratégie d'investissement en procédant à la réalisation de 93% de ses investissements prévus dans les deux secteurs l'industrie et les télécommunications.

➤ **Prédominance des dividendes remontés par les participations cotées par rapport à celles non cotées**

Les dividendes issus des lignes de participation prises dans les sociétés cotées ont représenté, sur la période 2005-2009, plus de 60% de l'ensemble des dividendes perçus par Fipar-Holding.

Concernant la période 2010-2017, la remontée des dividendes des participations cotées par rapport à celles non cotées ont représenté respectivement 51,7% et 48,3% du montant global de dividendes générés par l'ensemble des participations.

Concernant les lignes de participations détenues dans les sociétés cotées, trois prises de participations s'accaparent plus de 80% de la totalité des dividendes, en l'occurrence celles relatives à la société "L" qui représentent à elle seule 50% de l'ensemble des dividendes générés par les sociétés cotées, suivie de la participation détenue dans la société "C M" et celles de la société "E".

Enfin, Il est à signaler que le portefeuille de Fipar-Holding comportait aussi certaines lignes de participation non cotées qui n'ont pas dégagé de dividendes pendant la période 2005-2009 depuis leur acquisition. Il s'agit notamment des participations relatives à "AP", "CM", "C", "O GF", "C" et "H".

**C. Examen de certaines prises de participation**

Certaines prises de participations présentent des insuffisances tenant au processus de décision d'investissement et de désinvestissement, au mode de financement de leur acquisition et au décalage des réalisations par rapport aux prévisions des business plan ayant servi de base de justification à la décision d'investissement. Dans ce cadre, la Cour des comptes a constaté ce qui suit :

➤ **Non respect des autorisations préalables de prise de participation**

Le décret n°2-09-558 du 13 octobre 2009 a autorisé la CDG à prendre des participations de 2,41% dans le capital de la société "Mé" à travers sa filiale Fipar-Holding.

Or, le conseil d'administration a autorisé une prise de participation de 32,41% réalisée en 2009 sans procéder à la demande de l'autorisation requise en vertu des dispositions de l'article 8 de la loi n° 39-89 autorisant le transfert d'entreprises publiques au secteur privé telle qu'elle a été modifiée et complétée.

➤ **Participation dans une même société portée par deux filiales du groupe CDG**

Au 31 décembre 2017, la ligne de participation "Mé" est portée par deux filiales de CDG, Fipar-Holding et Holdco qui détiennent respectivement 15,16% et 10,34%. La filiale Holdco détient dans son portefeuille la seule ligne de participation "Mé".

Le portage de cette ligne de participation par deux filiales du groupe pourrait engendrer des frais de gestion et de structures inutiles surtout que le positionnement et la réorganisation du groupe de la CDG par lignes de métier ont permis de rationaliser la filialisation et recentrer Fipar-Holding sur son métier de base.

➤ **Une acquisition dans la société "S" ne répondant pas à la logique d'investissement de Fipar-Holding**

Fipar-Holding a souscrit le 10 octobre 2011, à une augmentation de capital dans la société "S" de 137.166.250 DH, lui conférant 33,5 % de son capital. Elle a également injecté des fonds à travers le compte courant associés d'un montant de 64.448.784 DH convertis en capital en 2012, ce qui a permis à la Holding de détenir 37 % du capital de la société. En 2015, Fipar-Holding a augmenté sa participation dans la société "S" à 44,02 % de son capital.

Fipar-Holding, n'as pas respecté la logique d'investissement de la CDG en procédant à la prise de participation dans la société "S" financée en totalité par des prêts bancaires qu'elle a cédé avant le délai de cinq ans figurant dans sa stratégie d'investissement.

### ➤ **Non respect de l'horizon de sortie prévu par l'étude d'investissement**

Selon l'étude d'investissement, l'horizon prévisionnel pour la sortie de la société "S" était 2016-2017. Et avec le resserrement de ses marges, la montée de la concurrence et l'apparition de problèmes de provisionnement, la réflexion était au départ pour une assistance technique qui a convergé en une recherche d'un désengagement à partir de juin 2014, soit presque trois ans après la prise de participation projetée au départ sur le moyen terme.

Le désengagement de la participation "S" s'est avéré difficile posant la contrainte de liquidité de la participation faute de l'introduction de la société en bourse prévue initialement.

### ➤ **Cession avant l'autorisation préalable du ministre des finances**

Le contrat de cession de la société "S" a été signé le 28 mai 2015 alors que l'autorisation du ministre de l'économie et des finances requise en vertu des dispositions de l'article 9 de la loi n°39-89 sus-mentionnée, pour procéder à la cession de la participation n'a été sollicité qu'en date du 2 juin 2015 soit postérieurement à la prise de décision de la cession.

S'agissant d'une concentration (cession de 69,82% des parts de la société "S" détenus par Fipar-Holding à hauteur de 44 % et "So" à hauteur de 25,3%), il est requis l'accord du Chef du gouvernement au titre des opérations de concentration. Or, le contrat de cession a été signé le 28 mai 2015 alors que l'accord accordé par le Chef du gouvernement n'est parvenu qu'en date du 16 juin 2015.

### ➤ **Une participation dans la société "M1" n'obéissant pas à la logique d'investissement de Fipar-Holding**

Bien que l'investissement dans la société "M1" ait été motivé par une logique stratégique nationale, Fipar-holding, a investi dans cette société créée en 2002, mais elle n'était pas encore opérationnelle et opère dans un secteur capitalistique à risque.

Cette prise de participation dans "M1" ne correspond pas à la stratégie de Fipar-Holding qui vise une rentabilité des fonds propres aux moyen et long termes. En effet, Fipar-Holding investisseur financier qui porte les participations minoritaires de CDG, vise non seulement le développement des projets stratégiques nationaux mais aussi la réalisation d'une rentabilité à moyen et à long termes de ses fonds propres investis.

Sur un autre registre, le plan d'affaires de la société "M1" ayant été servi pour la prise de la décision d'acquisition des participations de cette société a fait ressortir des résultats déficitaires pour les trois premières années ce qui nécessitera un financement de l'ensemble de l'activité de la société. Le bilan prévisionnel accompagnant aussi ce plan d'affaires fait apparaître un niveau des capitaux propres négatifs à partir du deuxième exercice avec des pertes d'exploitation.

Cette situation a poussé Fipar-Holding à procéder plusieurs fois au financement des besoins de fonctionnement de "M1" et à des augmentations du capital de cette société qui a souvent fait recours aux actionnaires pour le financement de ses besoins en fonds de roulement.

### ➤ **Non respect de l'autorisation réglementaire et du montant de l'investissement initial de la convention avec la CDG**

Le décret n°2.05.791 a autorisé la société Fipar Holding à prendre une participation de 28% dans le capital de la société "M1", et la convention d'investissement susmentionnée entre CDG et sa filiale précise un investissement en fonds propres à concurrence de 4,2 M€ et des prêts par avances en comptes courants associés à hauteur d'un montant de 2,8 M€. Or, les engagements de Fipar-Holding ont connu une augmentation significative dépassant l'autorisation réglementaire initiale et la convention d'investissement avec la CDG.

Ainsi, le dépassement du montant initial autorisé par le ministère de l'Economie et des Finances était de 77 MDH à 328 MDH, soit environ 51% du capital de la société "M1". En effet, l'investissement en fonds propres qui a commencé par 28% du capital soit 46.819.770 DH en 2008, a atteint 50% plus une action après l'opération d'augmentation du capital par compensation des comptes courants en date du 5 janvier 2010.



Aussi, au titre des avances en compte courant, les montants débloqués ont dépassé même le montant prévu dans la convention d'investissement avec la CDG de 2,8 M€. Il a atteint 5.323.818,5 € soit l'équivalent de 60.180.953,3 DH, presque le double du montant contractuel.

➤ **Une participation à rentabilité financière négative et difficulté de sortie**

Il a été constaté que "M1" est une prise de participation à long terme, capitalistique et à rentabilité financière négative. Malgré les différentes restructurations, l'affaire enregistre toujours des déficits et est provisionnée dans les comptes d'Acacia. Sur la période de 2005 à 2014, la société "M1" a connu trois opérations de réduction de capital motivées par les pertes.

En outre, la décision initiale d'investissement n'avait pas prévu et étudié les scénarii de sortie. Fipar Holding assurant toujours sa gestion pour le compte de CDG après la cession de ses parts, a exploré les différentes pistes pour l'amélioration de la situation financière de la société, et ce à travers la recherche de subventions par l'Etat, une demande qui n'a pas reçu l'accord des pouvoirs publics.

Ainsi, la probabilité de récupération du montant injecté s'avère difficile avec une structure capitalistique déficitaire abstraction faite du manque à gagner sur l'investissement de ce montant et des frais de gestion et des coûts d'acquisition et de cession.

➤ **Cession à perte à Acacia**

En 2010, sous le motif d'un reclassement des participations, la valeur "M1" a été cédée à Acacia au prix de 116.891.596,8 DH, soit le prix de souscription par Fipar-Holding aux augmentations de capital de "M1" réalisée en 2010, filiale de la CDG. Cette cession a généré, pour Fipar-Holding, une moins-value de 140.519.227 DH.

Après son transfert à Acacia, l'exposition sur la valeur "M1" démarrant par une part en capital de 50,3% au 31 décembre 2010, a atteint 54,4% après une augmentation du capital en numéraire le 27 juin 2011 de 70.977.000 DH. Une 2<sup>ème</sup> augmentation du capital par conversion des créances en compte courant de 160.516.000 DH a eu lieu le 09 décembre 2014 ramenant l'exposition globale à 348.387.046,8 DH à cette même date.

Ainsi, après Fipar-Holding et via Acacia, CDG maintient sa participation dans une société déficitaire depuis son démarrage et qui manque de visibilité sur son business-model.

➤ **Difficulté de remboursement des prêts accordés à la société "M1".**

Pour le financement de l'investissement initial dans la société "M1", une convention de prêt a été signée le 2 novembre 2005 entre la CDG et sa filiale Fipar-Holding en vertu de laquelle cette dernière bénéficiera d'un prêt d'un montant équivalent à la contre-valeur en dirhams de 7 M€, rémunéré au taux de 4% et pour une durée de 5 ans. Le 9 juin 2008, un avenant à la convention a porté ce montant à 8,12 M€.

Bien que la convention susmentionnée ait prévu un remboursement annuel des intérêts à la date anniversaire de la date de réalisation de l'investissement, l'avenant acté le 9 juin 2008 a révisé ces modalités en précisant une capitalisation toutes taxes annuellement à la date anniversaire.

En conséquence, les intérêts échus le 13 juin 2008, soit 3.110.690 DH n'ont pas été réglés à la CDG et ont été capitalisés pour servir à l'augmentation de capital de Fipar-Holding. Le prêt est échu le 13 juin 2010 et a été remboursé par conversion de créances en capital principal et intérêts réalisée le 14 juin 2010.

Face à l'incapacité de la société "M1" d'honorer ses engagements, les dates d'échéances des avances en compte courant sont prorogées par une multitude d'avenants, dénotant d'un manque de visibilité quant à l'avenir de cette participation.

➤ **Insuffisances au niveau du processus d'acquisition de la participation "Vé"**

Cette prise de participation n'a pas été validée par le conseil d'administration ; Fipar-Holding s'est limitée à l'examen préalable de son comité d'investissement le 16 janvier 2006 et le 17 avril 2007.

En outre, Fipar-Holding n'a pas présenté de "due diligence" de l'opération de prise de participation dans la société "Ve" à son comité d'investissement. En effet, les business plans de la société "Ve" présentés lors des deux réunions dudit comité tenues en janvier 2006 et en juin 2006 ont été préparés par le management de cette société et n'ont pas fait l'objet d'examen approfondi de la part de Fipar-Holding. Aussi, les données financières ayant servi de base à ces business plans concernent seulement la période 2001-2004 et n'intègrent pas celles des deux années 2005 et 2006.

#### ➤ **Insuffisances dans le processus de cession**

Fipar-Holding a exercé en avril 2010 l'option de vente qu'elle détient contractuellement sur les 9% du capital de la société "Ve", suite à la non réalisation de son introduction en bourse prévue avant le 30 juin 2009 par le pacte d'actionnaires reliant "Ve" et Fipar-Holding.

La cession n'a été réalisée qu'en 2012, en raison des divergences sur la valorisation. A cet effet, "Ve" avait proposé, en janvier 2011, à Fipar-Holding un prix de rachat de 200 MDH en réponse à l'offre du premier expert désigné par Fipar-Holding et qui était de 272 MDH. Cette proposition de rachat a été refusée par Fipar-Holding.

De ce fait, Fipar-Holding a conclu un contrat de cession en mai 2012 sur la base de l'offre de 165 MDH bien que celle-ci ait été rejetée en juin 2011. L'acceptation par Fipar-Holding de cette offre a engendré un manque à gagner de 35 MDH sachant qu'il y'avait une offre de 200 MDH en janvier 2011.

#### ➤ **Cession de la participation dans la société "Ve" à perte**

La rentabilité de l'investissement à la société "Ve" était négative et le taux de 13% prévu par son business plan n'a pas été réalisé. En effet cette ligne de participation n'a remonté de dividendes que pour les deux années 2009 et 2010 bien qu'elle ait été détenue pendant une durée de cinq ans. De ce fait la rentabilité interne moyenne de cette participation n'a pas dépassé 1,5%.

Le *business plan* a aussi prévu un taux de rentabilité interne de 3% en cas de liquidation totale. Or, Fipar-holding a dégagé une moins-value de 67.7 MDH.

**La Cour des comptes recommande à la société Fipar-Holding de :**

- ***Formaliser une stratégie d'investissement et de désinvestissement validée par les organes de gouvernance compétents ;***
- ***Mettre en œuvre le manuel des procédures du processus d'investissement en matière de prospection en veillant à la documentation des travaux liée à cette phase ;***
- ***Veiller au respect des critères édictés par la stratégie d'investissement ;***
- ***Veiller au respect du processus d'investissement et de désinvestissement prévu par son manuel des procédures.***



## II. Réponse du Directeur général de la Caisse de dépôt et de gestion

### (Texte intégral)

Fipar-Holding est une société anonyme de droit marocain créée le 15 juin 1989 par la BNDE et racheté à 100% par la Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG) en septembre 2003. L'objectif premier pour la CDG à travers cette acquisition étant de développer l'investissement principalement dans le non coté en disposant d'un véhicule spécialisé et d'une équipe professionnelle en la matière.

Ainsi, Fipar-Holding s'est spécialisée dans les prises de participations minoritaires et stratégiques de taille significative, au côté d'opérateurs de référence spécialisés dans leurs métiers, avec une logique de rentabilité financière à moyen et long terme.

La vocation de Fipar-Holding vise à accompagner activement, sur le moyen et long terme, les opérateurs nationaux porteurs de projets d'envergure, ainsi que les opérateurs internationaux désireux de s'implanter ou de développer des partenariats de premier plan au Maroc.

Fipar-Holding bénéficie de la particularité d'être une société d'investissement sans contrainte de liquidation avec un ticket d'investissement minimum de 100 MDh (sauf accord du Conseil d'Administration ou du Comité d'Investissement), et se différencie ainsi des fonds d'investissement classiques dont la durée de vie est limitée (la durée de vie des fonds est en général de 10 à 12 ans, ce qui est inadapté selon nous pour accompagner des projets d'envergure dans les infrastructures et industries ou des projets en création).

Fipar-Holding doit sa performance à ses choix stratégiques et à son positionnement unique. Par ailleurs, le métier du Private Equity (Capital Investissement) est un métier risqué par nature, le risque de perte partielle ou totale de son investissement sur une prise de participation donnée est parfaitement admis par la communauté des opérateurs du secteur. Tout opérateur dans le métier du Private Equity qui ne connaît pas l'échec n'existe pas, et tirerait sa légitimité non seulement de ses succès, mais aussi de ses échecs. Le Private Equity est un métier d'expériences où il n'y a pas de schémas préétablis et où il faut s'en méfier.

Fipar-Holding a démontré, depuis sa reprise par la CDG en 2003, sa capacité à accompagner activement ses partenaires dans leurs plans de développement et à créer de la valeur.

A noter que sur la période 2009-2018, Fipar-Holding a réalisé des prises de participation de plus de 7,9 milliards de Dirhams contre 4,8 milliards de Dirhams réalisés par les fonds d'investissement affiliés à l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital.

Fipar-Holding affiche, depuis sa reprise par la CDG en septembre 2003, de bonnes performances. Elle a réalisé depuis 2004 des résultats nets positifs et récurrents, passant de 24 MDh en 2004 à 387 MDh en 2018, soit un Taux de Croissance Annuel Moyen de 21% sur la période 2004-2018. Des pics de résultats ont été constatés en 2010 (résultat net de 884 MDh).

Par ailleurs, la CDG a encaissé auprès de Fipar-Holding, sur la période 2004-2018, des dividendes cumulés s'élevant à 2 milliards 497 millions de dirhams.

Sur la base de ces performances financières, et de la valorisation selon les normes internationales EVCA (European Venture Capital Association) du portefeuille, une valorisation jugée la plus prudente, la CDG réalise ainsi sur Fipar-Holding un TRI Brut Actionnaire de 11,5% depuis son rachat en septembre 2003. En tenant compte des valorisations marché des participations en portefeuille, le TRI Brut actionnaire CDG s'élève à 13,4%.

## A. Stratégie et processus d'investissement et de désinvestissement

### ➤ Non définition d'une structure cible du portefeuille en titres cotés et non cotés

La stratégie d'investissement de Fipar-Holding, validée par les organes de gouvernance de Fipar-Holding, a été mise en place en décembre 2006, et revue en novembre 2010, cible en priorité les prises de participation dans des sociétés non cotées, mais n'exclut pas la possibilité d'investir dans des sociétés cotées. Cette stratégie ne précise pas de quotités cibles entre les participations non cotées et les participations cotées.

L'évolution de la composition du portefeuille entre participations non cotées et participations cotées est due essentiellement au fait que des participations non cotées sont introduites en bourse (IPO) durant la vie de la participation dans le portefeuille de Fipar-Holding, la stratégie d'investissement de Fipar-Holding consistant à chercher une liquidité à terme, notamment via des IPO.

A fin décembre 2017, le portefeuille coté représente près de 20% de l'encours brut du portefeuille. Cette part liquide du portefeuille représente un atout majeur pour Fipar-Holding lui permettant notamment d'optimiser son coût de financement auprès du système bancaire.

### ➤ Non-respect de l'horizon d'investissement de moyen et long terme

Fipar-Holding est un investisseur à moyen et long terme. Tant que Fipar-Holding partage la même vision stratégique avec ses partenaires, que les participations présentent un potentiel de création de valeur, et que Fipar-Holding juge qu'elle a encore fondamentalement un rôle à jouer, elle reste dans le tour de table de ses participations.

Quand des opportunités de cession se présentent, Fipar-Holding les examine sur les plans fondamental (rentabilité) et stratégique et les soumet à l'appréciation de ses organes de gouvernance. Les décisions de sorties peuvent être également dictées par des considérations de risques élevés liés à la participation en question, par des divergences de vision stratégique, par un événement nouveau pouvant remettre en cause l'investissement de Fipar-Holding, ou par un changement d'opérateur majoritaire et/ou d'actionnariat. Fipar-Holding étant un actionnaire minoritaire, elle se doit de protéger ses intérêts et d'optimiser ainsi sa sortie.

Les modalités de sortie d'un investissement est préparé en amont, en fonction de chaque dossier d'investissement, à travers notamment, la clause de sortie conjointe, option de vente, cession à un opérateur industriel, introduction en bourse, etc.

C'est le cas de la participation « F ». Fipar-Holding avait décidé d'exercer son option de vente telle que permise par le pacte d'actionnaires suite au rachat de Fipar un opérateur international, et avait concrétisé la cession en août 2007 lui permettant de réaliser un TRI de l'ordre de 15%.

### ➤ Non-respect du processus de prise de décision en matière d'investissement

Depuis 2005, Fipar-Holding a mis en place un dispositif de gouvernance constitué de deux comités internes qui émanent du Conseil d'Administration, un Comité d'Investissement et un Comité des Risques et des Comptes.

Le Conseil d'Administration de Fipar-Holding constitue l'instance principale de sa gouvernance. Il valide notamment la stratégie, fixe les objectifs de performance, définit les moyens nécessaires, suit l'atteinte des objectifs fixés et s'assure de la bonne maîtrise des risques.

Le Comité d'Investissement est une émanation du Conseil d'Administration, il agit en tant que comité consultatif, d'appui et d'assistance au Conseil d'Administration et émet des avis sur les projets d'investissements, leurs modalités de réalisation (structuration et montage de l'opération) et de désinvestissements qui lui sont soumis par le management.

Le passage par le Comité d'Investissement n'est pas systématique, le Conseil d'Administration peut parfois se prononcer directement sur les opérations d'investissement et de désinvestissement sans passer par un Comité d'Investissement.

Depuis sa mise en place par le Conseil d'Administration du 26 janvier 2005, le Comité d'investissement s'est tenu pour statuer sur six dossiers durant la période 2006-2011.

La prise de participation dans « C » a été validée par le Comité d'Investissement du 22 juin 2006, et ce par voie de la « Procédure de consultation accélérée » telle que prévue par l'article 9 de la Charte du Comité d'Investissement de Fipar-Holding.

Pour la participation « S », le Comité d'Investissement s'est tenu en date du 4 août 2011.

Pour la participation dans « M », l'opération a été validée par le Conseil d'Administration du 26 janvier 2005 dans le cadre du PMT 2005-2007 validé par ledit Conseil, et le Comité d'Investissement de Fipar-Holding n'était pas encore créé à la date de ce CA.

#### ➤ **Insuffisance des éléments relatifs aux modalités de réalisation et de financement des investissements dans les travaux du comité d'investissement**

Depuis la mise en place par la CDG de sa nouvelle Charte de Gouvernance Groupe en septembre 2013, tout projet d'investissement supérieur à 100 MDh et tout endettement bancaire supérieur à 100 MDh, doivent obligatoirement être soumis à l'approbation de Comité Stratégie Groupe CDG.

Ainsi, le projet de prise de participation par Fipar-Holding dans la société 'J' et le financement bancaire y associé, pour un montant total de 400 MDh, ont été approuvés le 29/11/2016 par le Comité Stratégie Groupe CDG. En outre, tous les prises de participation de Fipar-Holding réalisées sur la période 2017-2018 ont été approuvés aussi bien par le Comité Stratégie Groupe CDG que par les instances de gouvernance de Fipar-Holding (Comité d'investissement / Conseil d'Administration).

## **B. Gestion du portefeuille**

#### ➤ **Non-respect des critères d'investissement prévus par la stratégie d'investissement**

Fipar-Holding cible l'accompagnement de sociétés et/ou le développement de projets de taille significative, ayant un management de qualité, une organisation satisfaisante, et partageant les mêmes valeurs que celles du groupe CDG (performance, innovation, synergies, citoyenneté et responsabilité sociale, éthique et transparence...).

Malgré qu'elle soit un véhicule d'investissement généraliste et multisectoriel, Fipar-Holding a toutefois identifié des secteurs à fort potentiel de développement et de création de valeur qu'elle cible en priorité dans le cadre de sa stratégie d'investissement. Il s'agit des secteurs Energies, Infrastructures, Industries et les Services (tech's, distribution, logistique...).

Fipar-Holding demeure en veille sur les autres secteurs d'activité, et n'exclut pas la possibilité de saisir toute opportunité d'investissement créatrice de valeur.

Fipar-Holding vise à avoir dans son portefeuille des participations de tailles différentes, des projets ayant des stades de maturité différents, et présentant des profils de risque et de rentabilité diversifiés, et ce afin de cibler une composition de portefeuille capable de générer une base de résultats récurrente tout en finançant sa croissance avec un bon mix de risque.

Bien que cette stratégie d'investissement fixe des seuils d'exposition par participation et par secteur d'activité, il est prévu que les organes de gouvernance de Fipar-Holding accordent des dérogations pour pouvoir capter des opportunités d'investissements stratégiques.

Ainsi, Fipar-Holding a été catalyseur de grands projets structurants pour le Maroc : Tanger Med Port Authority, Renault Tanger Med, Peugeot Citroën Automobiles Maroc, Mediatecom, ...



### ➤ **Tassement du rendement du portefeuille**

La stratégie d'investissement de Fipar-Holding a bien fixé un objectif de taux de rentabilité minimal mesuré par le Taux de Rentabilité Interne (TRI), s'agissant du critère de base pour mesurer la performance d'une société d'investissement.

La stratégie d'investissement de Fipar-Holding ciblait un niveau de rendement de dividendes moyen global du portefeuille, calculé en retenant uniquement des dividendes encaissés durant l'exercice sur l'ensemble des lignes de participations,

Le portefeuille de participations de Fipar-Holding a connu une évolution significative (en valeur brute d'acquisition) sur la période 2004-2017 passant de 1 507 MDh en 2004 à 4 871 MDh, soit un Taux de Croissance Annuel Moyen de 11% sur la période 2004-2017. Des pics (5 821 MDh en 2009 et 6 482 MDh en 2011) ont été atteints suite aux opérations de prises de participation dans le capital de « Mé » en 2009 et « T » (30% du capital) en 2011. En valorisé, le portefeuille de participations de Fipar-Holding a évolué de 1 507 MDh en 2004 à 6 648 MDh en 2017, soit un Taux de Croissance Annuel Moyen de 12% sur la période 2004-2017.

En outre, les dividendes encaissés sur le portefeuille de participations de Fipar-Holding sur la période 2004-2017 ont marqué une croissance soutenue et récurrente passant de 30 MDh en 2004 à 231,5 MDh en 2017, soit un Taux de Croissance Annuel Moyen de 17% sur la période 2004-2017, et un taux de rendement des dividendes (Dividend Yield) qui est passé de 2,5% en 2004 à 4,8% en 2017.

Par ailleurs, Fipar-Holding a réussi à réaliser des opérations de cessions de titres de participations en portefeuille tout au long de la période 2004-2017 avec de bons TRI : participation 'F' (15%), participation 'S' (15,6%), participation 'C' (12,1%), etc.

### ➤ **Insuffisance dans la gestion des risques**

Concernant le volet relatif au ratio risque/rendement, il est difficile de définir un ratio risque/rendement par secteur. En effet, dans un même secteur, les projets peuvent présenter des risques différents et engendrer par conséquent une exigence de TRI différente. Dans un même secteur, un projet présentera des risques différents selon qu'il est en phase de création ou de développement, des risques inhérents qu'il présente, des risques de gouvernance, de sa taille ou de sa santé financière.

A noter que Fipar-Holding a mis en place, depuis 2005, un Comité des Risques et des Comptes émanant du Conseil d'Administration, et qui agit en tant que comité consultatif, d'appui et d'assistance au Conseil d'Administration. Ce Comité est chargé, par le Conseil d'Administration de Fipar-Holding, de missions relatives à l'arrêté des comptes et à la connaissance et à la maîtrise des risques.

Il est à noter que le Comité des Risques et des Comptes traite les risques opérationnels de Fipar-Holding, et les cas échéant, les risques liés aux différentes participations ayant ou pouvant avoir un impact éventuel sur les comptes de Fipar-Holding.

En ce qui concerne les risques, ce Comité étudie et formule des recommandations sur la mise en œuvre d'une cartographie des risques, l'analyse de la politique de suivi des risques, etc. Une synthèse des travaux du Comité des Risques et des Comptes est présentée lors des réunions du Conseil d'Administration.

## **C. Examen de certaines prises de participation**

### ➤ **Cas de la participation « Mé » : non-respect des autorisations préalables de prise de participation :**

Toute opération d'investissement est soumise à l'accord préalable du Ministère des Finances. Pour le cas de la participation « Mé », les deux décrets n°2-09-558 et n°2-09-559 du 13/10/2009 ont autorisé Fipar-Holding à prendre une participation globale dans le capital de la société 'Mé' à hauteur de 32,41% du capital dont 2,41% en participation directe, et 30% en participation

indirecte via une prise de participation par Fipar-Holding de 50% dans un véhicule qui détiendrait 60% du capital de 'Mé'.

Le changement de la structuration de l'opération par une prise de participation directe par Fipar-Holding de 32,41% (pourcentage inchangé) au lieu de 32,41% de manière directe et indirecte telle que citée plus haut, a été soumis à l'accord préalable du Ministère des Finances. Le Ministère des Finances a donné son accord pour la prise de participation directe par Fipar-Holding de 32,41% dans le capital de « Mé » par courrier en date du 29 décembre 2009, et ce préalablement à la réalisation de l'opération.

➤ **Cas de la participation « S » : une acquisition dans la société "S" ne répondant pas à la logique d'investissement de Fipar-Holding**

Comme susmentionné, Fipar-Holding, investisseur à moyen et long terme, peut envisager une sortie anticipée de sa participation.

La sortie de Fipar-Holding du tour de table de la participation « S » à l'issue d'une période de 4 ans s'est opérée dans un contexte de changement de partenaire stratégique. La société ayant eu besoin, pour accompagner un deuxième cycle de développement, de s'adosser à un partenaire industriel ayant la capacité de taille et les ressources techniques et marketing, notamment en matière de R&D, pour permettre à la société de connaître un deuxième cycle de croissance. Le Conseil d'Administration de Fipar-Holding a autorisé ce projet de cession en date du 28 mai 2015, sous réserve de la levée des conditions suspensives, notamment l'obtention de l'accord du Ministère des Finances (tel que précisé au niveau de l'article 4 (d) du Contrat de cession) et de l'accord du Chef du Gouvernement au titre de la législation sur les concentrations économiques. La cession effective de la participation 'S' a été réalisée en août 2015 à l'opérateur international 'B', après obtention de l'ensemble des autorisations réglementaires nécessaires, et a permis à Fipar-Holding de réaliser une plus-value brute de 139,55 MDh et un TRI brut de 15,6%.

➤ **Cas de la participation « Vé » : insuffisances au niveau du processus d'acquisition et de cession de la participation "Vé"**

Chaque dossier d'investissement fait l'objet d'une étude allant des caractéristiques du secteur dans lequel opère l'entreprise en question, à la commercialisation des produits et services, en passant par l'analyse stratégique et financière, les valeurs de l'entreprise et la qualité de l'opérateur, de l'actionariat et des équipes de gestion.

Pour le cas spécifique de la participation « Vé », les due diligences ont été menés avec l'accompagnement d'un cabinet international de renom, et dont les résultats ont été présentés au Comité d'Investissement.

Le dossier de prise de participation a été présenté à un premier comité réuni en janvier 2006, et à un deuxième tenu en juin 2006.

Concernant la cession de la participation, Fipar-Holding avait exercé en avril 2010 l'option de vente qu'elle détenait contractuellement suite à la non-réalisation de l'introduction en bourse de « Vé » prévue initialement.

Lors du Comité d'Investissement de Fipar-Holding réuni en date du 14 mai 2012 pour statuer sur la cession de la participation « Vé », il a été précisé que Fipar-Holding dispose d'une offre verbale et non engageante à 200 MDh. A noter que le montant global des flux encaissés au moment de la cession dépasse le montant de 200 MDh. Ainsi, le bilan global de l'opération pour Fipar-Holding sur l'investissement dans « Vé » affiche un résultat positif de 18,2 MDh.

## **D. Plan d'actions**

En guise de conclusion, il convient de signaler que la Caisse de Dépôt et de Gestion prendra en considération les recommandations contenues dans le rapport de la Cour des Comptes, et les traduira en un plan d'actions qui sera suivi de près par ses instances de gouvernance. A ce titre, le plan d'actions portera principalement sur les axes suivants :

1. Mise en place d'un nouveau plan stratégique avec un business plan détaillé sur la période 2019-2023 intégrant les nouvelles orientations stratégiques du Groupe CDG ; et la
2. Refonte du manuel de procédures métier, avec une meilleure formalisation des différentes phases du métier allant de la phase « Prospection » à la phase « Désinvestissement ».