Royaume du Maroc
Cour des comptes

Contrôle de la gestion

Caisse de Dépôt et de Gestion

Janvier 2019

Délibéré

Conformément aux dispositions de la loi n° 62-99 formant code des juridictions financières telle que modifiée et complétée ;

Suite à la mission de contrôle de la gestion de la Caisse de Dépôt et de Gestion réalisée, au niveau de la Chambre II, par l'équipe composée de Ahmed El-KASMI, conseiller maître et Redouane CHAQROUN et Mohammed BAYA, deuxièmes conseillers ;

Sur la base du rapport particulier, relatif à ladite mission, délibéré en Chambre par la formation composée de Mohammed BASTAOUI, président, Mohammed HANAFI, Rachid ISMAILI ALAOUI, Yassin Naciri BENSAGHIR, membres et Ahmed El-KASMI, conseiller rapporteur ;

Le présent rapport a été préparé pour la publication par le Comité des programmes et des rapports et délibéré à cette fin par la formation composée de :

- M. Driss JETTOU, Premier président de la Cour des comptes, président ;
- M. Mohammed ESSAOUABI, président de la première Chambre, membre ;
- M. Mohammed BASTAOUI, président de la deuxième Chambre, membre ;
- M. Mohamed HADHOUDI, président de la troisième Chambre, membre ;
- M. Mohammed Kamal DAOUDI, Président de la quatrième Chambre, membre ;
- M. Brahim BENBIH, président de la Chambre de discipline budgétaire et financière, membre ;
- M. Bouchaib BIBAT, président de la Chambre de vérification et de jugement des comptes, membre ;
- M. Abdelaziz KOULOUH, rapporteur général de la Cour des comptes, membre ;
- M. Abdessamad LAZRAG, chargé de la coordination des travaux des Cours régionales des comptes, membre ;
- M. Rachid ISMAILI ALAOUI, responsable de la Structure normes, méthodes et qualité, membre.

Fait à Rabat, le 14 décembre 2018

Table des matières

Synthèse ____ *1*

Introduction ____ *8*

I. Gouvernance et stratégie ____ *10*

1.Cadre juridique ____ **10**

2.Gouvernance ____ **10**

2.1. Commission de surveillance ____ 11
2.2. Direction générale ____ 13
2.3. Caissier général ____ 15

3.Planification stratégique ____ **15**

3.1 Plan « Oufouq 2015 » ____ 16
3.2 Pilotage des filiales et suivi des participations ____ 18

4.Contrôle interne et gestion des risques ____ **22**

4.1. Contrôle interne ____ 22
4.2. Gestion des risques ____ 23

II. Investissement des ressources ____ *29*

1.Participations directes ____ **30**

1.1. Prises de participation et création de filiales non systématiquement autorisées ____ 31
1.2. Absence de règles formalisées encadrant la gestion du portefeuille "participations directes" ____ 32
1.3. Concentration de l'effort d'investissement sur un nombre réduit de filiales et participations ____ 32
1.4. Rendement du portefeuille en baisse ____ 34
1.5. Amenuisement des plus-values latentes ____ 36
1.6. Situation dégradée de certaines participations ____ 39
1.7. Suivi du portefeuille "Participations directes" ____ 41

2.Participations à l'international ____ **42**

2.1. Absence de vision stratégique ____ 44
2.2. Exposition significative ____ 44
2.3. Remontées de dividendes faibles et non régulières ____ 46
2.4. Dépréciation durable des participations à l'international ____ 46
2.5. Situation financière alourdie par le poids des charges d'intérêts ____ 47
2.6. Situation nette dégradée suite aux pertes cumulées ____ 48
2.7. Cessions à perte de certaines participations ____ 49

3.Gestion de trésorerie ____ **50**

III. Filialisation des activités ____ *52*

1.Banque, finances et assurances ____ **54**

1.1. Intervention dans l'activité de la banque de détail ____ 56
1.2. Intervention dans l'activité de la banque d'affaires et d'investissement ____ 57
1.3. Intervention dans la réassurance ____ 58

2.Développement territorial ____ **59**

3.Aménagement et développement urbain intégré ____ **63**

3.1. Filière bois ____ 64
3.2. Sociétés de développement local ____ 67

3.3. Services 69

4.Tourisme 70

4.1. Performance de l'activité "tourisme" 71
4.2. Stratégie d'investissement 73
4.3. Positionnement du groupe CDG dans les activités touristiques 74
4.4. Complexité et multiplicité des intervenants 76
4.5. Pilotage des activités touristiques 79

5.Logement économique et social 80

Recommandations 84

Réponse de CDG 86

Liste des tableaux

Tableau n° 1: Principaux indicateurs financiers de CDG (en MM DH) 9
Tableau n°2: Evolution de l'encours des participations (en MM DH) 30
Tableau n°3: Domaines d'interventions de CDG 30
Tableau n°4: Filiales non actives ayant changé l'objet social, dénomination et capital social 31
Tableau n°5: Structure du portefeuille des filiales et participations à fin 2017 32
Tableau n°6: Investissements additionnels engagés (en M DH) 33
Tableau n°7: Rendement des participations (en M DH) 34
Tableau n°8: Dividendes sur titres de participation (en K DH) 35
Tableau n°9: Situation dégradée de certaines participations 36
Tableau n° 10: Cours boursier des participations cotées (en M DH) 36
Tableau n° 11: Cession des titres cotés (en M DH) 38
Tableau n° 12: Prix d'acquisition et provisions de neuf participations et filiales (en M DH) 39
Tableau n° 13: Participations totalement provisionnées (en K DH) 40
Tableau n° 14: Prises de participations à l'international 42
Tableau n° 15: Valorisation de certaines participations à l'international 45
Tableau n° 16: Solde de la cession de trois participations à l'international (en M DH) 45
Tableau n° 17: Dividendes remontés par les participations à l'international (en M DH) 46
Tableau n° 18: Provisions constituées par CMVT international et TCM (en M DH) 47
Tableau n° 19: Endettement et charges d'intérêts des participations à l'international (en M DH) 47
Tableau n° 20: Situation nette de CMVT international et TCM (en M DH) 49
Tableau n° 21: Participations à l'international cédées à perte (en M DH) 50
Tableau n° 22: Cas de risques en matière de gestion de trésorerie 51
Tableau n° 23: Structures de CDG transférées à certaines de ses filiales 53
Tableau n° 24: Investissement, filiales et participations dans l'activité « banque et activités financières » 54
Tableau n° 25: Contribution du segment BAF au résultat net du groupe (en M DH) 56
Tableau n° 26: Portefeuille dans l'activité "banque de détail" 56
Tableau n° 27: Principaux indicateurs de gestion de CDG Capital (en M DH) 57
Tableau n° 28: Pourcentage d'activité des filiales CDG Capital réalisée avec les filiales du groupe CDG 58
Tableau n° 29: Principaux contributeurs au RNPG 60
Tableau n° 30: Principaux contributeurs au PNB 60
Tableau n° 31: Contribution des métiers au RNPG de CDG Développement (en M DH) 60
Tableau n° 32: Part des principaux contributeurs, par pôle, au RNPG de CDG Développement (en M DH) 61
Tableau n° 33: Actionnariat des filiales opérant dans le pôle "aménagement et développement urbain intégré" . 63
Tableau n° 34: Part des filiales du pôle "aménagement et développement urbain intégré" dans RNPG (en M DH) 63
Tableau n° 35: part de la filière "bois" dans RNPG de CDG Développement (en M DH) 64
Tableau n° 36: Contributions des sociétés de développement local au RNPG 68
Tableau n° 37: Contribution de l'activité "tourisme" au RNPG de CDG (en M DH) 70
Tableau n° 38: Principaux indicateurs de performance de l'activité "tourisme" 72
Tableau n° 39: Principaux indicateurs financiers projetés d'ici 2020 des hôtels acquis par CDG auprès du CIH 72
Tableau n° 40: Part de CDG dans le capital des sociétés porteuses de certaines stations 76
Tableau n° 41: Participation de DAM et Immolog dans le RNPG de CDG (en K DH) 80
Tableau n° 42: Dividendes remontés par DAM et Immolog (en M DH) 80
Tableau n° 43: Dividendes réalisés et ceux remontés par DAM (en M DH) 81
Tableau n° 44: Activité "positionnement" de DAM 81
Tableau n° 45: Investissement réalisé par DAM (en M DH) 82
Tableau n° 46: Conversion des comptes courants d'associés en capital par DAM (en M DH) 82
Tableau n° 47: Emprunt contracté par DAM auprès de CDG (en M DH) 83
Tableau n° 48: Principaux indicateurs financiers de DAM (en M DH) 83

Abréviaire

BAM : Bank Al-Maghrib

BNDE : banque nationale pour le développement économique

CAM : crédit agricole du Maroc

CDG : caisse de dépôt et de gestion – établissement public

CEN : caisse d'épargne nationale

CIH : banque crédit immobilier et hôtelier

CMVT international : club Med, vivendi, TUI

CNRA : caisse nationale de retraites et d'assurances

CNSS : caisse nationale de sécurité sociale

DPD : direction des participations directes

DTAM : direction de la trésorerie et activités marché

EBITDA : résultat avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)

IGA : inspection générale et audit

MCM : massira capital management

NCP : nouveau cadre prudentiel

OPCVM : organisme de placement collectif en valeurs mobilières

PCA : plan de continuité d'activité

PMO: entité de gestion des projets (project management office)

PNB : produit net bancaire

PSD : pôle stratégie et développement

RCAR : régime collectif d'allocation de retraite

REPO : sale and repurchase agreement

ROA : rentabilité des actifs (return on assets)

ROE : rentabilité des fonds propres (return on equity)

RNPG : résultat net part groupe

SCR : société centrale de réassurance

SI : système d'information

TCM : teck capital management

TCAM : taux de croissance annuel moyen

TGR : trésorerie générale du Royaume

VNA : valeur nette d'amortissement

Synthèse

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 de 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.

Par ailleurs, CDG gère la Caisse nationale de retraites et d'assurances (CNRA), dans des conditions fixées par décret. A son tour, CNRA gère le régime collectif d'allocation de retraite (RCAR), selon les modalités fixées par décret et en vertu des dispositions du Dahir portant loi n°1-77-216 du 4 octobre 1977 portant création de ce régime.

1. Gouvernance et stratégie

Depuis la création de CDG en 1959, ses domaines d'intervention ont été considérablement diversifiés et le nombre de ses filiales et participations n'a cessé de croître. La politique de diversification des activités de CDG a amené cette dernière à intervenir dans plusieurs domaines d'activités concurrentielles.

Toutefois, cette diversification a été faite de manière dépassant son cadre juridique. Le texte de création de CDG n'a pas connu de changements majeurs, excepté de légers amendements en 1960.

1.1. Gouvernance

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. L'architecture du système de gouvernance de CDG depuis sa création repose sur deux principales structures, à savoir la commission de surveillance et la direction générale.

L'examen des principales structures intervenant dans la gouvernance de CDG a permis de faire les constats suivants :

- **Commission de surveillance**

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.

De même, sa composition n'a pas connu de changement depuis 1959, malgré l'évolution importante du champ d'intervention du groupe, la diversification de ses activités et la multiplication de ses filiales.

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 a continué de fonctionner en l'absence d'un règlement intérieur qui régit son fonctionnement.

- **Direction générale**

Le Dahir de création de CDG a conféré au directeur général des pouvoirs de gestion 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 de suppression de structures.

Cette concentration de pouvoirs étendus entre les mains d'une seule personne n'est pas forcément en adéquation avec les règles de bonne gouvernance.

1.2. Planification stratégique

Pour réaliser 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) et vu l'absence d'une déclinaison systématique, pour tous les métiers, de la vision et des objectifs stratégiques prévus par les autres plans successifs, en plans d'action, business plan ou plans à moyen terme, il est difficile d'apprécier le degré d'atteinte des objectifs fixés par ces plans.

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 ;
  - ✓ absence de consolidation des données budgétaires, prévisionnelles et réalisées, du groupe ;
  - ✓ dispersion de la fonction contrôle de gestion entre plusieurs entités.
- insuffisance du suivi par les administrateurs.

1.3. Contrôle interne et gestion des risques

- **En matière d'audit et de contrôle interne**

La programmation pluriannuelle des missions d'audit du groupe CDG a pour objectif de mettre en cohérence les interventions des différentes structures d'audit et de donner une assurance quant à la couverture du périmètre global d'audit.

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 ;
- les interventions de la structure inspection générale et audit ne couvrent pas l'ensemble des métiers, des filiales et des risques liés à l'activité du groupe. Elles ne couvrent pas les

filiales qui connaissaient des difficultés de gestion et pour lesquelles des alertes ont été émises par les commissaires aux comptes et plus précisément celles en rapport avec le risque de continuité d'exploitation ;

- les missions d'audit menées n'ont pas couvert certains aspects et problématiques importants pour le groupe notamment le diagnostic stratégique des principales filiales, l'évaluation du pilotage des filiales, l'utilisation des prêts et avances accordés, l'évaluation des dispositifs du contrôle interne, des processus de gestion des risques et de la gouvernance des filiales.

▪ En matière de gestion des risques

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 d'un 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 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 ;
  - ✓ non élaboration de cartographie des risques financiers.
- 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.

2. Performances financières

L'analyse des principaux indicateurs financiers de CDG a permis de relever les constats suivants :

- prédominance des dépôts de la CNSS et la CEN dans les ressources CDG. A fin 2017, ils représentent 67% des ressources ;
- diminution du coût des dépôts. De 2007 à 2017, ce coût est passé de 3,3% à 2,8% ;
- évolution soutenue des emplois. A fin 2017, les emplois ont enregistré un taux de croissance annuel moyen de 9% ;

- diminution du rendement des emplois. De 2007 à 2017, ce rendement est passé de 6% à 4,5%.
- diminution du rendement des capitaux propres et des actifs investis. Ce rendement est mesuré par les ratios de rendement des actifs (return on assets « ROA ») et de rendement des capitaux (return on equity « ROE »). De 2007 à 2017, le ROA a chuté en passant de 7% à 0,06% quant au ROE, il a chuté de 3,9% à 1% ;
- dégradation continue du résultat net du fait de l'augmentation du coût du risque constaté dans les comptes dans le cadre la restructuration bilancielle entamée. Le résultat net social a évolué de 4,1 MM DH en 2007 à 81,6 M DH en 2017 ;
- augmentation des provisions. De 2007 à 2017, leur montant est passé de 10 M DH à 1,14 MM DH ;
- augmentation des charges générales d'exploitation. De 2007 à 2017, elles sont passées de 250 M DH à 423 M DH.

3. Investissement des ressources

3.1. Participations directes

L'examen de la gestion des investissements dans le cadre de ce portefeuille a permis de s'arrêter sur plusieurs constats, notamment :

- le non-respect, pour certains cas, de l'obligation d'obtenir l'autorisation préalable du Chef du gouvernement tel que prévu par l'article 8 de la loi n°39-89 autorisant le transfert d'entreprises publiques au secteur privé qui stipule que «aucune création d'entreprise publique, à l'exception de celles dont la création relève de la loi, aucune création de filiale ou de sous-filiale d'entreprise publique, aucune prise de participation d'une entreprise publique dans une entreprise privé ne pourra, à peine de nullité, être réalisée sans une autorisation donnée par décret pris sur la proposition du ministre chargé de la mise en œuvre des transferts et précédé d'un exposé des motifs » et l'autorisation préalable du ministre des finances requis avant de s'engager dans les opérations de prise de participation dans le capital d'une société ;
- le recours, à l'occasion de création de filiales, à des sociétés inactives pour porter de nouvelles activités ou de nouveaux projets au lieu de suivre la procédure d'autorisation prévue par la loi n°39-89 susmentionnée ;
- l'absence de règles prédéfinies encadrant la gestion du portefeuille des participations directes en termes de concentration des investissements, d'exposition maximale par domaine d'activité et par investissement et le niveau du ratio risque / rendement escompté par secteur cible ;
- la concentration de l'effort d'investissement sur un nombre réduit de filiales et participations. En effet, 90% des investissements additionnels engagés par CDG, entre 2006 et 2017, soit 26,8 MM DH, ont été concentrés sur huit participations et filiales dont l'encours est passé de 6 MM DH à 32,7 MM DH. Ces participations et filiales constituent 79% du portefeuille global des participations à fin 2017 contre 52% à fin 2006 ;
- le rendement en baisse du portefeuille des participations et l'absence de politique clarifiant les règles sous-jacentes à la remontée des dividendes par les filiales et participations en cohérence avec le modèle économique du groupe. En effet, le taux de rendement est passé

de 6,64% en 2008 à 3,31% en 2017, à l'exception de l'exercice 2011 où CDG avait constaté des dividendes de près de 1,6 MM DH, ce qui a permis d'afficher un taux de rendement de 5,8%. De même, en 2015, les dividendes remontés ont été de 1,62 MM DH pour un encours moyen d'investissement de 28,78 MM DH, soit un rendement moyen de 5,62%, Ainsi, hors dividendes exceptionnels, le rendement du portefeuille de participations s'est établi à 2,77% en 2015.

- l'amenuisement des plus-values latentes suite à l'effet conjugué de la baisse des cours boursiers des valeurs qui a concerné, à partir de 2010, la totalité des valeurs cotées figurant dans le portefeuille participations et du recours récurrent, dans une logique de pilotage du résultat et de liquidité, aux opérations dites "aller-retour" ou de "portage" qui permettent d'accroître comptablement les résultats permettant ainsi d'afficher des fonds propres en augmentation.

  A fin 2017, les participations cotées ont affiché une plus-value latente de 1,2 MM DH contre 6,5 MM DH en 2007.

- la situation dégradée de certaines participations. A fin 2017, le portefeuille des participations directes de CDG a été couvert par des provisions à hauteur de 5,06 MM DH concernant 32 filiales et participations. 93% de ces provisions, soit 4,7 MM DH, concernent 11 filiales et participations dont trois s'accaparent 54% du total des provisions ;
- l'insuffisance en matière de suivi des participations en portefeuille.

3.2. Participations à l'international

L'examen de l'investissement en participations à l'international a permis de relever les principales observations suivantes :

- décision de diversification des actifs, par l'investissement en participations à l'international, ne découlant pas d'une orientation stratégique claire et formalisée ;
- exposition significative sur des participations à l'international à un rythme relativement accéléré ;
- faiblesse et non régularité des dividendes remontés par les participations à l'international ;
- dépréciation durable des filiales CMVT International et Teck Capital Management (TCM) portant les participations à l'international ;
- situation financière alourdie par le poids des charges d'intérêts des dettes de financement découlant du recours massif à l'endettement pour le financement de participations à l'international ;
- forte dégradation des situations nettes des filiales CMVT International et TCM sous l'effet de l'accumulation des niveaux de pertes importants ;
- cession à perte, à plusieurs reprises, de titres de participations à l'international.

4. Filialisation des activités de CDG

L'examen de cet aspect a permis de faire les constats suivants :

- à part 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 de feuille de route permettant notamment de définir :

- ✓ la forme convenable d'entrée dans un secteur d'activité : création nouvelle, alliance, prise de participation, etc. et la préparation des stratégies de sortie ;
- ✓ les 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 ;
- ✓ un plan de financement pluriannuel prévoyant les ressources nécessaires et les sources adéquates pour financer la croissance rapide des investissements lancés suite à la filialisation des métiers.

- non consultation de la commission de surveillance au sujet des principes et des règles de gouvernance devant sous-tendre la relation entre CDG et ses filiales et participations ;
- la filialisation n'a pas été accompagnée par la mise en place de moyens organisationnels et humains indispensables au pilotage des activités filialisées ;
- absence de distinction claire entre les activités de CDG relevant de l'intérêt général et celles ayant un caractère concurrentiel.

Par ailleurs, la diversification du portefeuille du groupe CDG et l'investissement dans plusieurs domaines d'activité n'a pas toujours été source de création de la valeur. Plusieurs filiales rencontrent des difficultés pour rentabiliser leurs projets d'investissements et créer de la valeur pour le groupe.

L'examen de certaines activités de CDG a permis de faire les constats suivants :

- Activité "banque, finances et assurances" :

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

- risque élevé suite à la perte de la cession légale auparavant accordée à la société centrale de réassurance (SCR) ;
- chiffre d'affaires de CDG Capital dépendant, en grande partie, des affaires intra-groupe ou des clients de CDG ;
- part de marché de la banque « Crédit immobilier et hôtelier » dans le secteur bancaire demeure limitée.

- Activité "développement territorial" :

Les métiers de développement territorial sont portés essentiellement par CDG Développement. A fin 2017, celle-ci a consolidé 67 filiales et participations dont 47 sont détenues à plus de 50%.

Malgré les résultats réalisés par CDG Développement, plusieurs filiales connaissent des difficultés pour créer de la valeur pour le groupe.

L'analyse par domaine d'activité démontre ce qui suit :

- **filière bois :** elle reste structurellement déficitaire et détruit de la valeur. L'analyse de la situation des filiales cellulose du Maroc Eucaforest, Med Paper et Aiglemer corrobore ce constat.

- **développement local :** CDG a créé des sociétés de développement local en partenariat notamment avec les villes de Casablanca, Marrakech et Témara pour la réalisation de projets au service de la collectivité et des citoyens (Casa développement, Avilmar, Témara Développement, Compagnie générale des parkings, Rabat parking). De 2008 à 2015, la contribution de cette activité au résultat net consolidé de CDG est structurellement déficitaire.
- **activité de services :** celle-ci englobe les métiers de l'ingénierie et des services. Certaines sociétés opérant dans ce secteur connaissent des difficultés d'exploitation (Société Forestière de CDG et Norea).

- Activité "tourisme" :

L'activité touristique du groupe est portée par CDG établissement public, certaines filiales et Madaef. A fin 2017, CDG a consolidé 37 filiales et participations dont 29 sont détenues à plus de 50%. En termes de contribution au résultat net du groupe, l'activité touristique enregistre des résultats négatifs et une participation limitée au produit net bancaire.

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

- investissement dans des projets en difficultés (stations Saidia et Taghazout) ;
- difficultés à rentabiliser certains investissements touristiques et certains hôtels en difficulté de continuité d'exploitation (hôtel Salam Erfoud, Riad Salam et Tichka Ouarzazate, hôtel Salam Zagora, hôtel Riad Salam Casa, hôtel Tichka, hôtel Semiramis, ex-hôtels CIH, etc.) ;
- absence de vision stratégique à l'échelle du groupe pour arrêter de manière claire le devenir de cette activité.

- Activité « logement économique et social » :

CDG investit également dans le domaine du logement économique et social par le biais de sa filiale Dyar Al Mansour (DAM) et la société Immolog dans laquelle elle détient 50% de son capital.

La principale activité dans ce segment est entreprise par DAM dont les investissements ont connu, de 2002 à 2017, un taux de croissance annuel moyen de 8%.

De 2008 à 2017, la participation de DAM au RNPG de CDG reste modeste. Elle a enregistré en moyenne de 2008 à 2016 un taux de 2,53%. Sa contribution est devenue négative en 2016 avec -10,23% et s'est accentuée en 2017 avec -209%. S'agissant d'Immolg, sa participation est positive et s'est améliorée en 2017 en enregistrant 34%.

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. Selon l'article 2 dudit Dahir, elle a notamment pour mission de :
    - assurer la gestion des deniers et la conservation des valeurs appartenant aux fonds ou organismes tenus de les déposer auprès d'elle ou qui le demandent ;
    - recevoir les consignations administratives et judiciaires, ainsi que les cautionnements ;
    - gérer les caisses ou services spéciaux qui peuvent lui être confiés.
2. CDG 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 CNSS, de la CEN et d'autres dépôts et flux à caractère obligatoire ou facultatif.
3. Par ailleurs, selon l'article 18 du Dahir de création de CDG et l'article 3 du Dahir n°1-59-301 du 27 octobre 1959 instituant une caisse nationale de retraites et d'assurances, CDG gère la CNRA, dans des conditions fixées par décret. A son tour, CNRA gère le régime collectif d'allocation de retraite (RCAR), selon les modalités fixées par décret et en vertu des dispositions du Dahir portant loi n°1-77-216 du 4 octobre 1977 portant création de ce régime. Or, les décrets en question n'ont jamais été publiés.
4. Toutefois, malgré leur statut d'établissement public, le RCAR et la CNRA sont gérés par CDG. Ils sont regroupés au sein d'un pôle dénommé « prévoyance » dirigé par un directeur et rattaché à la direction générale de CDG. La gouvernance de ce pôle s'exerce à travers des comités présidés par le directeur général, le secrétaire général ou le directeur général adjoint de CDG.
5. 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 participation non cotées, autres titres de créances négociables…), de prêts et avances ou d'actifs physiques dans le domaine foncier et immobilier.
6. Depuis sa création, CDG a connu des mutations profondes. Sur le plan de la taille, le nombre d'entités consolidées est passé de 80 en 2007 à 143 en 2017. Sur le plan de l'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.
7. L'organisation de CDG-établissement public est structurée autour de trois catégories de pôles :
    - Pôles centraux : « support, inspection générale et audit (IGA) » et « management du risque ». Ils jouent le rôle d'accompagnateur en matière de réalisation des orientations stratégiques du groupe ;
    - Pôles métiers : « prévoyance », « gestion de l'épargne » et « tourisme et foncier » et les filiales qui exécutent la stratégie du groupe chacune dans son périmètre d'intervention ;
    - Pôles « finances » et « stratégie et développement » assurent à la fois le rôle de pôle central, dans la mesure où ils assurent le pilotage financier et stratégique du groupe et celui de pôle métier puisqu'ils ont en charge la gestion du portefeuille propre (pôle

« finances ») et la gestion des opérations de fusion acquisition (pôle « stratégie et développement »).

8. Le modèle économique de CDG repose 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".

9. 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 MM DH)

		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	44,5	46,8
	CEN	12,36	18,42	13,03	20,20	22,2	24,2	25,6	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]		2,00%	1,00%	0,60%	0,60%	0,37%	0,21%	0,21%	0,06%
ROE[2]		12,00%	6,60%	4,20%	5,00%	3,00%	2,00%	2,07%	0,63%

Source : CDG- retraitement Cour des comptes

10. La présente mission a eu pour objectif d'apprécier les aspects institutionnels, gouvernance, stratégie, filialisation ainsi que la mobilisation et l'investissement des ressources.

[1] ROE = résultat net / capitaux propres.
[2] ROA = résultat net / (total actif- total amortissement et provisions).

I. Gouvernance et stratégie

1. Cadre juridique

11. CDG est chargée principalement, dans les conditions fixées par son Dahir de création, d'assurer la gestion des deniers et la conservation des valeurs appartenant aux fonds ou organismes qui y sont tenus ou qui le demandent, de recevoir les consignations administratives et judiciaires ainsi que les cautionnements et de gérer les caisses ou services spéciaux qui peuvent lui être confiés.
12. Depuis sa création, CDG a changé sur plusieurs plans notamment l'augmentation du nombre des filiales et participations et la diversification de ses domaines d'intervention et leur extension à des activités concurrentielles. Toutefois, ce développement s'est fait de manière dépassant le cadre juridique. Excepté quelques amendements du Dahir de création de CDG en 1960, celui-ci n'a pas connu de changements majeurs.
13. Aussi, la volonté de CDG de diversifier son activité l'a poussé à intervenir dans des domaines d'activités concurrentiels.

Réponse de CDG

L'intervention de CDG en tant qu'investisseur et opérateur n'est pas interdite par son texte fondateur ni par la réglementation en vigueur. Par ailleurs, CDG a mis en place une politique générale d'investissement, adoptée par la commission de surveillance le 25 juin 2014.

2. Gouvernance

14. La structure de gouvernance de CDG est prévue par son texte de création qui l'a dotée principalement d'une commission de surveillance, d'un directeur général et d'un caissier général.
15. En plus, en tant qu'organisme assimilé à un établissement de crédit et depuis l'entrée en vigueur de la loi bancaire en 2006, CDG est soumise aux directives de Bank Al-Maghrib (BAM) qui a prévu d'autres mécanismes de gouvernance. Il s'agit, en l'occurrence, de la circulaire n°4/w/2014 du 30 octobre 2014 relative au contrôle interne et la directive n°1/w/2014 du 30 octobre 2014 relative à la gouvernance au sein des établissements de crédit.
16. En plus de ce référentiel, les filiales du groupe opérant dans les activités du marché des capitaux et le secteur des assurances sont soumises aux exigences réglementaires édictées par d'autres 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).
17. En 2010, la gouvernance de CDG a été renforcée par la mise en place d'autres instances, à savoir le comité de coordination de CDG, coordonnant les actions de ses différents pôles et le comité de direction groupe, en charge des actions des différentes entités du groupe.
18. Depuis 2011, le groupe CDG a mis en place d'autres outils et instances de pilotage pour renforcer la gouvernance, à savoir l'entité « gestion des projets » (project management office (PMO)), un modèle d'allocation du capital économique "CapEco" et un reporting du

pilotage stratégique. Ce dernier permet, sur une base trimestrielle, d'analyser les indicateurs comptables, financiers, business et qualitatifs du groupe.

Réponse de CDG

Des discussions avec Bank al Maghrib sont en cours pour mettre en place une circulaire dédiée au nouveau cadre prudentiel (NCP) de CDG.

19. En 2012, dans le cadre du renforcement du dispositif de gouvernance, il a été procédé à la création d'une direction en charge de la gouvernance du groupe, chargée d'une part, de participer à l'élaboration de la charte de gouvernance du groupe et de veiller dès son adoption à sa mise en œuvre et d'autre part, de s'assurer du bon fonctionnement des instances de gouvernance.
20. En septembre 2013, la commission de surveillance a adopté une charte de gouvernance du groupe CDG. Celle-ci est venue consolider, formaliser et mettre en cohérence le dispositif de gouvernance. Elle a défini le schéma de gouvernance du groupe et en a fixé les principales règles de fonctionnement.
21. La charte a prévu, en plus du comité d'audit et des risques devenu opérationnel en 2005, la mise en place d'instances de gouvernance, notamment le comité d'investissement et stratégie, le comité exécutif groupe, le comité de stratégie groupe et le comité des ressources humaines groupe. Elle a également prévu un dispositif de pilotage et de surveillance de la gouvernance du groupe composé, en plus de la direction de la gouvernance du groupe, d'un comité de gouvernance et éthique groupe.

2.1. Commission de surveillance

22. Aux ternes de 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".
23. Elle est chargée du contrôle des opérations de CDG et exerce notamment les attributions suivantes :
    - recevoir périodiquement un reporting permettant de l'informer sur l'activité de CDG. Elle fait procéder par un de ses membres, au moins une fois par mois, à la vérification des fonds en caisse et du portefeuille ;
    - adresser au directeur général les observations et avis qu'elle juge nécessaires. Celui-ci lui soumet toutes les affaires qu'il juge utiles et en reçoit son avis pour l'amélioration du service ;
    - elle est obligatoirement consultée chaque fois qu'il s'agit de confier à CDG de nouvelles attributions ou certaines opérations définies par décret ;
    - examine le budget annuel de CDG avant son approbation par arrêté du ministre des finances. Il lui est rendu compte de l'exécution dudit budget ;
    - présente chaque année, à Sa Majesté le Roi un rapport sur la gestion financière et sur l'activité de CDG ;

- elle peut, en cas de faute grave, demander de relever le directeur général de CDG de ses fonctions.

24. L'examen de la composition, du fonctionnement et des travaux de la commission de surveillance a permis de faire les constats suivants :

- En matière de composition et de fonctionnement

25. Depuis la création de CDG en 1959, la composition de la commission de surveillance n'a pas connu de modification malgré l'évolution importante de son champ d'action et la diversification de ses activités et ses filiales et la multiplication des risques liés à ses interventions.

26. Il est également relevé la non précision, par le texte de création de CDG, ni de la qualité de la personne devant assurer la présidence de la commission de surveillance, ni la fréquence de ses réunions. Dans les faits, elle est présidée par le Wali de BAM. Par ailleurs, il est noté l'absence d'un règlement intérieur régissant son fonctionnement.

27. De même, depuis 2007, il est noté la quasi-absence des représentants du ministère de la justice.

- En matière d'exercice des prérogatives confiées

28. Selon l'article 4 du Dahir de création de CDG, la commission de surveillance contrôle les opérations exécutées par l'établissement. Toutefois, la nature, la périodicité et l'objet de ce contrôle ne sont pas définis. Celui-ci se limite d'ailleurs à CDG, aux organismes gérés lors de la présentation notamment du budget et de leur stratégie. Concernant les filiales, le contrôle se limite aux présentations de l'activité de certaines d'entre elles à l'occasion des sessions de la commission de surveillance. Ce n'est qu'à partir de la dernière session de 2010 que ladite commission a commencé à inscrire à l'ordre du jour de ses réunions une présentation de l'activité des filiales les plus importantes. A cette occasion, elle a pu discuter des orientations en matière d'investissement et émettre des recommandations à l'attention de la direction générale de CDG et des filiales concernées.

29. Suite à la décision de la commission de surveillance lors de sa session du 23 mars 2005, un comité dit "d'audit et des risques", émanation de celle-ci, a été créé. Il est régi par une charte qui définit ses attributions et ses modalités de fonctionnement. Celle-ci a été amendée en 2012 pour l'harmonisation de ses termes avec les orientations retenues en matière d'optimisation du système de contrôle interne groupe et adoptée par la commission de surveillance.

30. Ce comité a, notamment, pour mission de porter une appréciation sur la qualité et la cohérence des dispositifs de gestion des risques, de veiller sur l'intégrité et à la fiabilité de l'information financière diffusée par CDG, d'apprécier l'activité audit interne et de veiller à la mise en œuvre, par l'organe de direction, des actions correctives préconisées par les rapports d'audit externe. Il est également chargé de préparer et faciliter les travaux de contrôle et d'analyse incombant à la commission de surveillance, eu égard aux dispositions légales et réglementaires régissant CDG. Il porte à la connaissance des membres de celle-ci ses principales observations et recommandations.

31. Depuis 2007, la commission de surveillance s'est intéressée à des domaines et thématiques de plus en plus importants pour le groupe. En effet, en plus de ses attributions légales, l'analyse de ses procès-verbaux a permis de relever qu'elle a traité plusieurs aspects de

gestion de CDG et ses filiales, notamment la gouvernance, la stratégie, le suivi de l'activité des filiales, la politique du groupe en matière d'audit et de contrôle interne, la gestion du risque, les taux d'intérêt à servir aux déposants et les conditions d'émission d'emprunts.

32. L'examen du processus de prise de décision en matière d'investissement de 2007 à 2017 a permis de relever qu'aucun droit de regard a priori sur les choix des projets et les investissements à engager par CDG n'est exercé par la commission de surveillance. Le rôle de cette dernière se limite à l'examen de certains projets qui lui sont présentés lors de ses sessions et se réduit à des commentaires et suggestions. Elle n'intervient pas en amont pour discuter des choix d'investissement et orienter et cadrer les décisions à prendre par la direction générale.
33. Par ailleurs, le Dahir de création de CDG prévoit seulement l'examen du budget des dépenses administratives par la commission de surveillance. La charte de gouvernance adoptée en septembre 2013, prévoit que celle-ci continue d'examiner le budget y compris les investissements dans les différentes poches (actions, obligations, foncier et prêt) et le budget en matière de collecte des ressources.
34. Il est à signaler que conformément à cette charte, un comité "investissement et stratégie" a été mis en place et a pour mission, entre autres, d'examiner les projets d'investissement ayant un montant supérieur à 500 M DH.
35. Dans le cadre d'une plus grande implication des instances de gouvernance dans la prise de décision stratégique, la commission de surveillance a adopté, lors de sa session du 25 juin 2014, une déclaration de politique générale d'investissement.
36. Or, malgré des avancées notables, la commission de surveillance n'a pas encore pu s'ériger en véritable organe de décision et de contrôle à l'instar d'un conseil d'administration. Elle joue un rôle essentiellement consultatif.

2.2. Direction générale

37. Selon l'article 5 du Dahir de création de CDG, le directeur général exerce plusieurs attributions notamment, il :
    - ordonnance toutes les opérations et règle les diverses parties du service ;
    - prescrit les mesures nécessaires pour la tenue régulière des livres et de la caisse ;
    - ordonne les paiements ;
    - représente CDG en justice, tant en demande qu'en défense ;
    - nomme à tous les emplois, autres que ceux de secrétaire général et de caissier général, dans des conditions fixées par décret ;
    - fixe, par arrêté, pris après avis de la commission de surveillance, les attributions des différents services et leur organisation intérieure.
38. Le directeur général possède des pouvoirs de gestion étendus pour décider de toutes les opérations. En fait, il est le garant de l'inviolabilité des fonds remis à CDG et en est responsable de leur fructification.
39. Il exerce notamment un pouvoir prépondérant en matière d'investissement, de recrutement et de nomination dans les postes de responsabilité et de création et de suppression de structures.

40. Cette concentration du pouvoir entre les mains du seul directeur général ne correspond pas aux exigences d'une bonne gouvernance et n'est en ligne ni avec la directive n°1/w/2014 du 30 octobre 2014 de BAM relative à la gouvernance au sein des établissements de crédit, ni avec les règles de bonne gouvernance régissant les organismes similaires. Elle n'est pas favorable à une bonne maîtrise des risques indispensable à la sécurisation des ressources confiées à CDG.

41. En matière d'investissement, le directeur général possède toutes les prérogatives pour décider en dernier ressort d'un projet d'investissement (Cf. cadrage et prises de décisions en matière d'investissement). Le directeur général possède le pouvoir d'engager des investissements d'envergure sans consultation a priori d'aucune instance de contrôle. En effet, il est le seul habilité à décider des opportunités ou projets d'investissement ou de désinvestissement et d'accepter les demandes de caution, de garantie ou de toute autre nature d'engagement.

42. Toutefois, depuis 2013, il fait intervenir d'autres instances notamment le comité de crédit (institué en 2013), le comité de trésorerie et de placement (opérationnel depuis 2011), le comité « stratégie-groupe » et le comité « investissement et stratégie » (émanation de la commission de surveillance et prévu par la charte de gouvernance adoptée par celle-ci en septembre 2013).

43. En matière de ressources humaines, selon l'article 5 du Dahir de création de CDG, le directeur général a le pouvoir de nommer à tous les emplois, autres que ceux de secrétaire général et de caissier général.

44. L'analyse de cet aspect a permis de faire les constats suivants :

- en matière de recrutement, il est relevé, d'une part, l'absence de procédure définissant les règles pour le choix des candidats aux postes de directeurs de filiales, directeurs de pôles et directeurs à l'intérieur des pôles et d'autre part, la non constitution d'un comité émanant de la commission de surveillance qui en a la charge.

- en matière de nomination des responsables de CDG et des filiales, le directeur général dispose d'un pouvoir prépondérant dans la mesure où il n'est pas tenu de consulter au préalable la commission de surveillance. La charte de gouvernance, adoptée en septembre 2013, prévoit la mise en place d'un comité « ressources humaines- groupe ». Ce comité a été créé conformément aux principes dictés par cette charte. Toutefois, celui-ci n'est pas l'émanation de la commission de surveillance et n'a qu'un rôle consultatif. Il a notamment pour mission d'examiner, avant leur approbation, les normes et méthodes du groupe relatives à la gestion et au développement du capital humain.

Réponse de CDG

En vue d'une gestion homogène de la population des cadres dirigeants du groupe, des actions structurantes ont été mises en œuvre depuis quelques années, dont notamment :

- *la formalisation du dispositif de gestion des cadres dirigeants du groupe, comprenant :*
  - *la classification et le recrutement des cadres dirigeants ;*
  - *la gestion individuelle des cadres dirigeants et hauts potentiels (carrière et package de rémunération) ;*
  - *la gestion du vivier à travers l'anticipation des relèves et l'organisation de la succession.*

- *la mise en place de comités de nomination et de rémunération dans différentes filiales, traitant, entre autres, de la gestion des cadres dirigeants.*

45. En matière d'organisation, selon l'article 5 du Dahir de création de CDG, les attributions des différents services et leur organisation intérieure sont fixées par arrêté du directeur général après avis de la commission de surveillance. Or, les décisions de création et d'organisation de structures CDG et des filiales sont prises par le directeur général sans consultation préalable de la commission de surveillance.

46. Pour assister le directeur général dans la prise de décision, CDG a mis en place en 2010 deux comités, à savoir le comité de direction groupe et le comité de coordination de CDG. Ils constituent des espaces d'échange et de concertation pour débattre des options stratégiques et suivre l'activité du groupe et ses performances.

47. Composés du directeur général, du secrétaire général, du directeur général adjoint et d'autres responsables de pôles et structures de CDG, ces comités ont commencé à tenir leurs réunions depuis 2010 et ont débattu de plusieurs thématiques, notamment la méthodologie et le calendrier de l'élaboration du plan stratégique du groupe, le reporting financier et opérationnel, les ressources humaines du groupe et la revue de l'activité de certaines filiales.

48. Toutefois, la valeur ajoutée de ces comités reste insignifiante par rapport à l'ampleur des décisions à prendre par CDG, notamment en matière des choix d'investissement.

2.3. Caissier général

49. En matière de contrôle des opérations, le Dahir de création de CDG a institué un caissier général ayant le statut de comptable public, nommé par décret auprès de celle-ci. Les attributions dévolues à ce dernier par le Dahir de création de CDG et le décret n°2-60-058 du 6 février 1960 relatif à l'organisation financière et comptable de celle-ci ne sont plus adaptées à l'évolution de l'activité de CDG surtout depuis 2004 avec l'accélération du processus de filialisation aboutissant à la création de plusieurs filiales et le transfert d'activités à celles-ci. Ces filiales et activités ne sont pas couvertes par le contrôle exercé par le caissier général.

3. Planification stratégique

50. 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 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 son pôle « prévoyance » (pour la gestion de fonds de retraite) mais également le pôle « gestion de l'épargne » (pour la gestion des fonds institutionnels), (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.

51. La vision du groupe CDG a changé au fil des ans après sa migration d'un organisme collecteur de l'épargne et investisseur en bons du Trésor à un opérateur actif qui investit dans des activités risquées et dans des domaines tels que les zones industrielles, les zones Offshore, etc.

52. Pour réaliser sa vision, CDG a élaboré de 2007 à 2015 plusieurs plans. Le premier, conçu en interne, a couvert la période 2007 à 2010. Ce plan adoptait une démarche jugée par la commission de surveillance comme fragmentée au niveau de chaque métier et de chaque filiale ce qui a poussé CDG à le compléter selon une démarche plus globale en se faisant accompagner par un cabinet, ce qui a donné lieu au plan 2008 à 2012. Un troisième plan pour la période 2011 à 2015, appelé plan Oufouq 2015, a lui aussi été élaboré avec l'accompagnement d'un cabinet externe. Un nouveau plan a été élaboré en 2017 couvrant la période 2018 à 2022.

53. Vu l'absence d'une déclinaison systématique, pour tous les métiers, de la vision et des objectifs stratégiques prévus par les plans successifs, en plans d'action, business plan ou plans moyen terme, il n'a pas été aisé d'apprécier le degré de réalisation des objectifs fixés.

54. En effet, les différentes options définies dans les plans successifs de CDG n'ont pas été traduites sur le plan opérationnel, pour chaque métier, par des plans permettant, notamment de choisir parmi les scénarii proposés par les plans successifs, de définir avec précision les objectifs financiers et d'activités chiffrés à atteindre, le planning de réalisation et les mécanismes de suivi et d'évaluation.

55. La stratégie « Oufouq 2015 » a fait l'objet d'une première évaluation d'étape réalisée par le pôle « stratégie et développement » en 2013 et a concerné les deux premières années à savoir 2011 et 2012. Cette évaluation a fait l'objet d'une présentation à la commission de surveillance lors de sa réunion en juin 2013.

3.1 Plan « Oufouq 2015 »

56. Couvrant la période 2011 à 2015, ce plan a défini plusieurs scénarii en matière de priorités dans les différents métiers exercés par le groupe selon une perspective court/moyen termes et moyen/long termes.

57. Selon la perspective moyen/long termes, il a identifié plusieurs périmètres d'intervention à savoir l'infrastructure, le développement du partenariat, l'investissement majoritaire dans le capital des entreprises non cotées (private equity contrôlant), l'éducation et la formation, le développement urbain, le tourisme, la logistique, la santé et les services financiers.

58. Dans un horizon court/moyen termes, la priorité était de poursuivre la mission originelle de CDG en redynamisant l'épargne réglementée tout en étant un acteur central de la réforme des retraites. Il s'agit aussi de contribuer à la modernisation du secteur financier et attirer les investissements directs étrangers, clarifier la valeur stratégique des activités de banque et assurance en recherchant la cohérence d'ensemble de l'action et le développement des investissements majoritaires dans le capital des entreprises non cotées (private equity contrôlant). Concernant le développement territorial et tourisme, l'objectif étant d'accompagner la vision 2020 pour le tourisme et développer le marché de l'immobilier locatif professionnel.

59. Concernant CDG, la stratégie « Oufouq 2015 » a défini les orientations stratégiques et les objectifs à atteindre en matière de gestion de l'épargne. Il s'agit notamment de la mise en conformité de la relation avec la CNSS, le développement de nouveaux produits d'épargne long-terme, la consolidation de la relation avec les professions juridiques et des consignations et la mise à niveau de l'offre de services en mettant en place un réseau de succursales et en poursuivant le processus de reengineering du système d'information.

60. En matière de prévoyance/retraite, elle a fixé comme objectifs l'amélioration de la gouvernance des régimes de retraite et le positionnement de CDG comme gestionnaire de référence des régimes de retraite et des fonds de prévoyance.

Réponse de CDG

CDG a mis en place en 2017 un nouveau plan stratégique couvrant la période 2018 à 2022. Ce plan a été présenté à la commission de surveillance au stade des orientations stratégiques et au stade de la déclinaison en plans d'actions et en projections financières.

Ce plan prévoit notamment les principes suivants :

- *inauguration de trois nouveaux modes d'intervention pour le groupe CDG :*
  - *expert : déploiement de l'expertise du groupe CDG notamment dans les métiers de l'ingénierie, du financement, des zones d'activité et de l'aménagement urbain au profit de l'Etat et des collectivités territoriales ;*
  - *co-financeur : financement aux côtés du système financier des collectivités territoriales et des PME ;*
  - *investisseur : intervention sous forme d'investissements minoritaires stratégiques pour le développement de secteurs clés pour l'économie : industrie, agro-alimentaire, énergies renouvelables – PPP, nouvelles technologies de l'information et des communications.*
- *sortie des métiers dans lesquels l'action de CDG n'est plus additionnelle ou structurante ;*
- *retrait progressif du mode d'intervention de type opérateur tout en respectant les engagements pris vis-à-vis des différentes parties prenantes ;*
- *cession du portefeuille d'actifs touristiques non stratégiques ;*
- *préservation des ressources de CDG.*

3.2 Pilotage des filiales et suivi des participations

61. Depuis 2004, dans le cadre du développement de ses activités, CDG a entamé un processus de filialisation en créant des holding par nature d'activité. Cette filialisation a poussé CDG à revoir son organisation et son système de contrôle interne pour être en harmonie avec la nécessité de contrôle et de pilotage des filiales et de conformité avec les exigences réglementaires induites par son statut d'organisme assimilé à un établissement de crédit.

62. Parmi le référentiel réglementaire auquel CDG est soumise, la circulaire de BAM n°4/w/2014 du 30 octobre 2014 qui prévoit que les établissements appartenant à un groupe, dotés d'un organe central, doivent organiser leur système de contrôle interne en coordination avec ce dernier. Ceci impose une implication de CDG dans les filiales et les participations pour mettre en place les mécanismes lui permettant de les contrôler.

63. Dans les faits, en plus des mécanismes déjà mis en place ou prévus par la charte de contrôle interne, en cours de déploiement au niveau des filiales, le contrôle et le pilotage des filiales et des participations directes de CDG se fait à travers notamment la présence dans les conseils d'administration, la présence dans les autres instances de gouvernance des filiales lorsqu'elles existent (comités d'audit, de crédit, de rémunération, d'investissement …) et le suivi de la vie sociale de certaines filiales.

64. Au niveau de CDG, le suivi des filiales et participations directes se fait principalement par le pôle « stratégie et développement », le pôle « finances » et le pôle « management du risque ».

▪ Rôle du pôle « stratégie et développement » dans le suivi

65. Créé en novembre 2003, le pôle « stratégie et développement » est composé de trois directions à savoir, stratégie et programmes, études économiques et opérations financières et stratégiques. Il a notamment pour mission de suivre les filiales à travers les directions "opérations financières stratégiques" et "stratégie et programmes". Il a notamment mis en place, depuis 2011, un reporting pilotage stratégique, destiné notamment à faire le point trimestriellement sur plusieurs indicateurs des filiales du groupe.

66. Aussi, aux fins de disposer d'une vision stratégique à moyen/long termes et la traduire en objectifs qualitatifs et quantitatifs et identifier le parcours pour y arriver, le pôle assiste les filiales dans la mise en place de leurs plans stratégiques et mène des réflexions pour ce faire.

67. L'analyse de cet aspect a permis de faire les constats suivants :

- insuffisance des mécanismes de suivi mis en place par le groupe : vu la diversité des secteurs d'activité investis par le groupe CDG et le nombre de filiales, les outils de pilotage, de suivi et de coordination n'ont pas suivi. Ils restent limités : le reporting pilotage stratégique et l'entité « gestion des projets » (project management office, PMO), mise en place en 2011, et qui ne suit que quelques filiales et certains aspects. Quant à la direction des participations directes, elle assure le suivi de la vie sociale de certaines filiales à travers sa présence dans les organes de gouvernance.
- insuffisance en matière de reporting du pilotage stratégique : il est fait sur la base d'un canevas se limitant à certains indicateurs financiers. D'autres indicateurs ne font pas l'objet de suivi notamment ceux relatifs au business (part de marché, indicateurs de prix, indicateurs de performance opérationnelle …), du risque (exposition aux risques ou solvabilité) et indicateurs qualitatifs (priorités stratégiques et projets phares).

- la définition du périmètre des filiales faisant l'objet de suivi n'obéit pas à une procédure formalisée définissant des critères préétablis et définis en collaboration avec les entités intéressées et éventuellement avec les filiales. Seule une vingtaine de filiales fait l'objet de ce suivi.

  Toutefois, bien que certaines filiales affichent des problèmes de continuité d'exploitation mentionnées de façon récurrente dans les rapports des commissaires aux comptes depuis 2008, celles-ci ne font pas l'objet de suivi rapproché (Medi1TV, Nemotek technologie, Cellulose du Maroc, Eucaforest, Aiglemer Paper, SAI M'diq, Resort Co, Société hôtelière de Nador, M'dina bus …).

  Pour la plupart de ces sociétés et notamment celles opérant dans le secteur touristique et qui sont en phase d'investissement, le niveau de fonds propres à fin 2017 est lié aux déficits accumulés pendant leurs phases de construction. CDG compte redresser cette situation grâce à un remodelage technique programmé du haut de bilan de ces sociétés.

- absence de mécanismes de validation, par la direction générale de CDG et éventuellement par la commission de surveillance, des choix et des plans stratégiques des filiales, devant être la déclinaison des orientations stratégiques du groupe CDG. Néanmoins, la validation susvisée relève des prérogatives du comité investissement et Stratégie (émanation de la commission de surveillance) et du comité stratégie groupe, lesquels sont présidés par le directeur général de CDG, au même titre que la plupart des conseils d'administration des filiales.

- le choix des filiales pour lesquelles le pôle participe à l'élaboration de stratégie n'obéit pas à des critères objectifs préétablis en concertation avec la direction générale et éventuellement d'autres entités concernées. A titre d'illustration, en 2012, seules quatre filiales ont été assistées par l'entité « gestion des projets » en matière d'élaboration de stratégies.

- le mécanisme de suivi ne s'appuie pas sur un système d'information permettant de remonter l'ensemble des informations jugées nécessaires au suivi et au pilotage des filiales et permettant d'avoir une vision globale en matière de réalisation des objectifs assignés à ces dernières afin de décider des ajustements nécessaires en cas d'écart. Par ailleurs, le contrôle de validité des données transmises par les filiales, se limite à la cohérence. Il n'y a pas de procédure formalisée permettant de s'assurer de la validité des reporting.

Réponse CDG

La décision de continuité de l'activité de la structure en question est prise sur la base d'études et de réflexions approfondies aboutissant à des business plans précis et ce lorsque CDG est dans une posture de gestionnaire/actionnaire majoritaire.

▪ Rôle du pôle « finances » dans le suivi

68. Le pôle « finances » assure notamment le pilotage budgétaire et le suivi des participations et de certaines filiales à travers la direction des participations directes et la direction de contrôle de gestion et la « gestion actif-passif ». Il a par ailleurs la responsabilité de la gestion de trésorerie et des activités de marché. Cela comprend notamment la gestion des portefeuilles obligataires et de placement en actions cotées. Il est aussi chargé de la comptabilité sociale et de la consolidation des comptes groupe CDG.

▪ Direction des participations directes

69. L'appréciation du suivi des participations directes et des filiales, tel qu'il est exercé par la direction des participations directes (DPD) révèle des difficultés dues, notamment, à l'existence de plusieurs procédures qui se chevauchent et dont l'application n'est pas systématique.

70. Depuis 2010, CDG a mis en place une procédure qui définit les dispositions de pilotage et de suivi d'une participation sur les aspects "Business" (activité, budget et stratégie) et "Actionnariat" (vie sociale). Selon cette procédure, la DPD est censée assurer le suivi financier (activité, situation financière, rentabilité financière, etc.), le suivi de certains aspects liés au fonctionnement de la participation (budget, communication financière, etc.) notamment sa vie sociale (conseil d'administration, comité d'audit, assemblée générale …) et tient et met à jour une base de données.

71. Selon cette procédure, en cas de participations en difficultés, la DPD doit assurer un suivi des performances à plus court intervalle et mettre en place un plan de redressement et le suivi de réalisation des plans d'action. Elle est consultée lors de l'élaboration des études stratégiques ou organisationnelles, des business plans, des projets de prise de participations et tout autre projet ayant une portée stratégique. La DPD est chargée de s'assurer de l'atteinte des objectifs et de la réalisation des plans d'actions.

72. Or, dans les faits, la DPD rencontre des difficultés pour s'acquitter de ces tâches et par conséquent, la procédure de suivi définissant les tâches lui revenant a été revue en mettant en place, en 2013, une nouvelle procédure où plusieurs de ces tâches ont été confiées au pôle « stratégie et développement ».

73. Par ailleurs, il a été relevé l'absence d'un référentiel formalisant les principes et règles de gestion et de suivi des participations directes de CDG.

▪ Direction contrôle de gestion et « gestion actif-passif »

74. En matière de contrôle de gestion, CDG dispose d'une direction rattachée au pôle « finances » se chargeant notamment du contrôle de gestion. Cette direction assure le suivi du budget de fonctionnement et d'équipement et de l'activité inhérente à CDG à travers des indicateurs dont la majorité est à caractère financier. Les filiales du groupe disposent de leurs propres dispositifs.

75. En matière de reporting, la direction produit des états mensuels couvrant l'activité financière de CDG à l'attention de la direction générale. Elle produit également selon une cadence trimestrielle un rapport à la commission de surveillance et semestrielle une revue analytique détaillée expliquant l'évolution du patrimoine et du résultat de CDG et un reporting sur la « gestion actif-passif » destiné à BAM.

76. L'analyse de cet aspect a permis de faire les constats suivants :

- absence d'un pilotage budgétaire groupe : CDG ne dispose pas de cadre, ni de dispositif pour piloter le processus de planification, d'élaboration, de négociation et du suivi budgétaire à l'échelle du groupe. Il est constaté que CDG n'intervient pas dans le cadrage du processus budgétaire de ses filiales à travers des lignes directrices et orientations générales en matière de préparation du budget. La seule note de cadrage qui existe, préparée par le pôle « finances », concerne CDG et les organismes gérés.

- absence d'un système d'information permettant la consolidation des suivis dans un cadre commun couvrant tout le groupe CDG. Un projet de système d'information était en cours de lancement.
- absence de consolidation de données budgétaires, prévisionnelles et réalisées, de l'ensemble du groupe permettant un pilotage de l'ensemble des filiales et participations. Seul un suivi budgétaire de CDG est réalisé. En 2013, CDG a lancé une consultation pour le choix d'un prestataire pour l'accompagner dans la mise en place du contrôle de gestion. L'objectif étant de construire un dispositif d'aide au pilotage des performances du groupe.
- dispersion de la fonction contrôle de gestion partagée entre trois entités à savoir la DPD qui fait un suivi social des filiales, le pôle « stratégie et développement » qui assure le suivi de certains indicateurs d'activité de filiales et la direction contrôle de gestion et la « gestion actif-passif » qui assure le suivi des indicateurs sociaux à travers l'établissement d'un tableau de bord couvrant CDG.

  CDG a procédé, en septembre 2015, dans le cadre du projet de mise en place de la nouvelle architecture de pilotage du groupe, au regroupement des directions contrôle de gestion - « gestion actif-passif » et participations directes à travers la création de la direction pilotage de la performance groupe avec pour principales missions :

  - le pilotage du cycle budgétaire groupe ;
  - le pilotage de la performance groupe ;
  - l'élaboration des normes, méthode et animation de la filière.

  À partir de 2016, une note de cadrage budgétaire a été généralisée à l'échelle du groupe pour couvrir l'exercice budgétaire 2017.

▪ Rôle des administrateurs dans le suivi

77. Le rôle des administrateurs présents au sein des organes de gouvernance est également d'assurer le suivi des filiales.

78. Afin de faire valoir ses intérêts d'actionnaire dans un cadre de gouvernance et de transparence, CDG veille à ce que ses filiales et participations disposent de comités spécialisés notamment le comité d'audit, le comité d'investissement, le comité des nominations, etc.

79. L'analyse de cet aspect a permis de relever les observations suivantes :

    - absence de cadre formalisé destiné à garantir l'homogénéité et la pertinence des interventions des représentants de CDG dans les instances de gouvernance des sociétés dont elle est actionnaire ;
    - absence de procédure formalisée permettant de :
      - définir les règles régissant le processus de désignation des personnes appelées à assumer les fonctions d'administrateur représentant CDG au niveau des instances de gouvernance des filiales et participations ;
      - arrêter des critères permettant de déterminer les filiales et les instances dans lesquelles la présence de CDG est obligatoire ou facultative, au vu de critères pertinents ;

- déterminer les lignes directrices que les administrateurs doivent observer lors de la prise de décision au sein des instances de gouvernance des filiales et permettant de défendre les intérêts du groupe ;
- fixer la durée du mandat des administrateurs par entité et arrêter des règles de rotation.

▪ absence d'encadrement de la relation entre les administrateurs et la direction générale de CDG permettant de faire les reporting nécessaires et d'observer les règles déontologiques à respecter, etc. ;

▪ présence de certains administrateurs dans les instances de gouvernance de plusieurs filiales, ce qui pourrait avoir des conséquences sur la qualité de leur prestation.

Réponse de CDG

Depuis 2016, le groupe CDG a mis en place une charte de l'administrateur qui permet aux différents administrateurs du groupe d'exercer leurs fonctions pleinement dans le respect des règles d'indépendance, d'éthique, d'intégrité conformément aux règles de bonne gouvernance. Ainsi, l'Administrateur agit en toute circonstance dans l'intérêt social de la société. Cette charte prévoit également les responsabilités de l'Administrateur et un code de conduite.

En outre, il a été également mis en place une procédure de gestion des conflits d'intérêts des administrateurs du groupe. Une cartographie de ces risques est en cours de finalisation avant déploiement.

4. Contrôle interne et gestion des risques

80. 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°34-03 (abrogée par la loi n° 103.12 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés promulguée le 24 décembre 2014) a eu des conséquences sur le contrôle interne et la gestion des risques de CDG.

4.1. Contrôle interne

81. Depuis son assujettissement à certaines dispositions de la loi bancaire de 2006, CDG a entrepris un chantier de mise à niveau de son système de contrôle interne ayant pour objectif de se conformer aux dispositions réglementaires édictées par BAM en matière de contrôle interne afin de mieux maîtriser les risques liés à son activité et à sa stratégie de développement.

82. Visant la surveillance et la prévention des risques, le système de contrôle interne du groupe CDG s'articule autour de deux filières : le contrôle permanent et le contrôle périodique.

83. L'analyse du dispositif de contrôle interne a permis de faire les constats suivants :

- insuffisance dans la consolidation des principales faiblesses du contrôle interne.
- les interventions de l'IGA ne couvrent pas l'ensemble des métiers, des filiales et des risques liés à l'activité du groupe CDG. De 2011 à 2015, sur un total de 142 filiales consolidées en 2015, 41 ont fait l'objet de missions d'audit conduites par la filière audit sur un univers d'audit groupe comprenant 65 unités auditables (l'univers

d'audit groupe comprend les filiales directes, ainsi que les participations détenues à plus de 50%).

- les missions d'audit réalisées par l'IGA entre 2007 et 2012, ne concernent pas toutes les filiales qui connaissent des difficultés de gestion (huit en 2012) et pour lesquelles des alertes ont été émises par les commissaires aux comptes en rapport au risque de continuité d'exploitation, vu les déficits cumulés au fil des années.
- les missions d'audit menées n'ont pas couvert certains aspects et problématiques importants pour le groupe telles que la revue des stratégies des principales filiales, l'évaluation du système de pilotage des filiales, l'utilisation des prêts et avances accordés, l'appréciation des dispositifs du contrôle interne, des processus de gestion des risques et de la gouvernance des filiales, etc.
- taux de reconduction des recommandations des commissaires aux comptes relativement élevé. A titre d'exemple, ce taux s'établi à 81% au titre de l'année 2015.
- insuffisance des ressources humaines affectées au contrôle interne dans la perspective de déploiement de la nouvelle vision de l'audit fédéral.

Réponse de CDG

Une cartographie des risques de non-conformité est définie depuis 2016. Aussi, la cartographie des risques financiers est intégrée désormais dans la politique de placement mise en place en 2015.

4.2. Gestion des risques

84. Selon l'article 3 de l'arrêté du ministre des finances n°29-07 du 5 janvier 2007 fixant les conditions spécifiques d'application à CDG des dispositions de la loi n°34-03 susmentionnée, CDG doit, conformément aux normes édictées par BAM, se doter d'un dispositif de contrôle interne adapté à ses activités. Aussi, plusieurs circulaires et directives de BAM sont venues compléter ce cadre et qui sont applicables à CDG.
85. Ainsi, depuis son assujettissement, en 2006, à la loi n°34-03 susmentionnée, CDG s'est engagée dans des actions d'harmonisation de son organisation et son système de contrôle interne avec les exigences édictées par les circulaires et les directives de BAM. L'objectif étant de maîtriser les risques et se conformer aux dispositions réglementaires régissant son activité.
86. En 2011, CDG a créé le pôle « management du risque » chargé, notamment de proposer et décliner la stratégie globale de gestion des risques au sein du groupe.
87. En 2013, CDG a lancé plusieurs actions notamment la poursuite du projet d'élaboration de la politique de gestion globale des risques et le renforcement du dispositif de suivi et de contrôle des risques financiers.
88. En 2014, CDG a mis en place sa politique de gestion globale des risques devant couvrir l'ensemble de ses activités. Ce document formalise les principes et les règles de maîtrise des risques encourus et constitue le cadre de référence en la matière.
89. Les discussions engagées avec Bank Al-Maghrib depuis 2012 ont abouti en 2015 à la nécessité de refonte du cadre prudentiel du groupe pour l'adapter à ses spécificités, et ce compte tenu de la particularité de son business model.

90. L'analyse du dispositif de gestion des risques a permis de relever les observations suivantes :

4.2.1. Observations d'ordre général

- **insuffisances de la cartographie des risques opérationnels** :
  - non couverture de tous les risques opérationnels potentiels sauf pour l'activité bancaire et celle de la DTAM. Ceci pose la question de la validité de cette cartographie pour prévenir les risques éventuels et le risque de prendre des décisions sur la base de données non actualisées. La cartographie des risques opérationnels a été réalisée pour la première fois en 2007 puis actualisée en 2009, 2010 et 2015 ;
  - 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 ;
  - non élaboration de cartographie des risques financiers.
- **absence d'un dispositif de gestion des risques à l'échelle du groupe :**

  Selon la circulaire BAM n°4/w/2014 susmentionnée, "l'organe d'administration approuve la politique globale de gestion des risques ainsi que les orientations stratégiques de gestion de chaque risque pris individuellement". Or, malgré la formalisation et l'adoption, en mars 2011, d'une charte de contrôle interne, CDG n'a pas encore déployé la filière risques suivant une vision groupe. Ceci rend vulnérable le dispositif d'évaluation des risques encourus par ce dernier. Cet objectif est inscrit depuis 2012 dans le plan d'action du pôle « management du risque ».
- **absence d'un reporting consolidé** des différents types de risques encourus par le groupe permettant de fixer les différents niveaux de contrôle et les responsabilités des différents intervenants.

  Ceci pourrait causer une dilution des responsabilités entre les différents intervenants et acteurs. Elle peut avoir aussi des conséquences sur la gestion des risques de l'établissement et sur le degré de conformité à la réglementation en vigueur notamment la circulaire n°4/w/2014 de BAM susmentionnée.

Réponse de CDG

En 2015, Bank Al-Maghrib a donné son accord quant au lancement de la réflexion pour la mise en place d'un nouveau cadre prudentiel (NCP) devant prendre en considération la spécificité du groupe CDG et aboutir à des dispositions réglementaires adaptées permettant de mieux suivre la solvabilité de l'établissement. L'adaptation du cadre prudentiel s'articule autour de trois composantes à savoir :

- *les fonds propres ;*
- *les exigences en fonds propres en couverture des risques spécifiques encourus par le groupe ;*
- *la projection de la solvabilité.*

La réflexion et les échanges tenus entre les deux institutions ont abouti à l'élaboration d'une circulaire de Bank Al-Maghrib validée en décembre 2017 par les équipes de ce dernier et de CDG. Sur la base des dispositions prévues par ladite circulaire, CDG a

réalisé un exercice de projection de la trajectoire prudentielle et a entamé les travaux du déploiement effectif du nouveau cadre prudentiel en préparation de la déclaration officielle à BAM prévu en avril 2019.

Avec ce nouveau cadre prudentiel, la direction générale et les instances de CDG disposeront d'un outil de pilotage qui permet notamment de :

- *mesurer la perte potentielle sur la valeur de la participation à partir de ses propres facteurs de risques. Il s'agit des participations opérant notamment dans les secteurs du tourisme, de l'immobilier et du développement territorial ;*
- *évaluer les exigences en fonds propres en tenant compte du profil de risques de chaque projet/actif porté par la participation ;*
- *prendre en compte l'aspect risque prospectif correspondant à la nature des investissements.*

Dans le cadre de la mise en place de la politique de gestion globale des risques et du déploiement du nouveau cadre prudentiel, CDG a arrêté une cartographie des facteurs et sous-facteurs de risques dit « business » qui couvrent l'ensemble des événements de risques identifiés sur la base de l'analyse du plan d'affaires prévisionnel (business plan) et susceptibles d'être générateurs d'une perte de valeur potentielle pour la participation.

L'année 2016 a été marquée par l'adoption et le déploiement effectif de la politique de gestion des portefeuilles de placement-investissement et de la trésorerie. Ce nouveau dispositif institue la gouvernance, les règles de gestion des portefeuilles et la stratégie de gestion et de contrôle des risques et les limites internes relatives aux activités de marché.

En matière de gestion des risques financiers (marché et contrepartie) ladite politique défini la stratégie de gestion des risques basée sur les principes suivants :

- *émettre un avis sur le périmètre de produits et instruments financiers autorisés dans le cadre de la gestion des portefeuilles et de la trésorerie ;*
- *arrêter la cartographie des risques financiers majeurs liés à chaque portefeuille sur la base des facteurs de risques identifiés ;*
- *définir, pour chaque risque majeur, le dispositif de limites internes et le cadre de gestion adéquat. Les limites internes sont fixées dans le cadre du respect des ratios prudentiels et en tenant compte de la spécificité de la structure bilancielle de CDG;*
- *prendre en compte au préalable avant la définition ou la révision de la stratégie annuelle d'investissement et de placement de l'impact sur le profil risque de l'établissement notamment à travers les ratios prudentiels de solvabilité et de division des risques ;*
- *accorder une importance particulière au suivi de l'exposition au risque de contrepartie.*

A l'issue de l'adoption de la politique de gestion globale des risques (PGGR), une feuille de route pour son déploiement a été mise en place par le pôle « management du risque » et validé par le comité de coordination de contrôle interne. Parmi les objectifs importants étant de structurer la filière Risques qui dispose désormais d'une instance groupe à savoir le comité opérationnel de Gestion des Risques dont les membres sont les représentants des principaux paliers du groupe (CDG Développement, MedZ, Madaef, CGI, CDG Capital) ainsi que les principales filiales directes (foncière chellah, SCR). A fin 2017, ce comité traite les principales thématiques et types de risques de la PGGR dans le but de structurer et normaliser la pratique de la gestion des risques au sein du groupe CDG.

4.2.2. Observations relatives à certains risques

91. L'examen de certains risques et d'aspects y afférents a permis de faire les constats suivants :

- Risques de marché

92. L'un des principaux risques concerne le portefeuille d'actions cotées susceptibles de connaître des périodes de baisse brutale de sa valeur globale.

93. L'analyse de cet aspect a permis de relever les observations suivantes :

- non actualisation des manuels de procédures décrivant les tâches opérationnelles des activités d'investissement, de désinvestissement et de placement ;
- retard de mise en place d'une politique de placement formalisée présentant, entre autres, les adossements en termes de maturité et de taux par rapport aux ressources autres que celles de la CNSS ;
- retard de mise en place d'un système de limites. Ce n'est qu'en 2015 que CDG a mis en place une politique de gestion des portefeuilles et des risques. Cette politique permet d'arrêter les limites internes d'adossement des portefeuilles, de contrepartie, d'instruments éligibles, de liquidité et de risques de marché.

- Risques opérationnels

94. Au niveau de CDG, la gestion et le suivi des risques opérationnels sont assurés par le pôle « gestion des risques ». Il a notamment pour mission l'animation du dispositif risques opérationnels et contrôles permanents y compris les activités externalisées.

95. L'analyse de cet aspect a permis de relever les constats suivants :

- seules certaines entités/activités disposent d'un manuel de contrôle permanent (direction de trésorerie et activités de marché (DTAM), activité bancaire (dépôts et consignations), comptabilité et direction des participations directes). Ceci a pour conséquence l'absence de contrôle permanent et, par conséquent, la fonction d'alerte n'est plus remplie ;
- les travaux de contrôle permanent restent insuffisants dans la mesure où ils n'arrivent pas à couvrir annuellement l'ensemble du périmètre de l'établissement et/ou des filiales contrôlées tel que prévu par la charte de contrôle interne du groupe;
- le système de suivi des incidents recèle des insuffisances relatives à la régularité et la qualité des données remontées à l'entité en charge de la gestion et du suivi des risques opérationnels. Ceci pourrait avoir des conséquences sur la qualité de la décision en matière de mitigation des risques ;
- les tests effectués sur les déclarations d'incidents par les gestionnaires ont fait ressortir le caractère formel du système. Ceci affecte la qualité du baromètre d'alerte devant déclencher les actions de renforcement du contrôle interne ;
- le reporting destiné au secrétaire général n'est pas régi par une procédure. Il présente des insuffisances relatives à la périodicité et au contenu ;

- le suivi des indicateurs clés de risques n'est pas renseigné par les structures concernées et n'est pas décliné au niveau de toutes les structures importantes de CDG pour servir de base au déclenchement d'alerte ;
- l'absence d'analyse de la remontée des informations relatives aux pertes opérationnelles des filiales permettant de déterminer le coût du risque opérationnel.

Réponse de CDG

A fin 2017, CDG dispose de deux comités l'un à dimension groupe qui est le comité opérationnel de gestion des risques ainsi qu'un comité PCA au niveau de CDG qui devra être remplacé par un Comité plus large portant à la fois sur les risques opérationnels et la continuité d'activité.

Le dispositif de gouvernance de la gestion globale des risques a été renforcée avec la mise en place du comité opérationnel de la gestion des risques groupe dont les principales responsabilités sont les suivantes :

- *suivre et examiner l'efficacité générale de la pratique de gestion globale des risques ;*
- *examiner le profil de risque du groupe CDG et les plans d'action correspondants ;*
- *suivre et donner un avis sur les progrès de la mise en œuvre de la politique de gestion globale des risques ;*
- *veiller à ce que les risques majeurs soient pris en compte dans le processus de planification stratégique et budgétaire ;*
- *promouvoir les normes et bonnes pratiques de gestion des risques.*

- Coefficients de division des risques

96. Pour surveiller cet aspect, CDG a mis en place un suivi formalisé sur une base individuelle et consolidée. Elle a également établi des règles visant à gérer les risques de concentration en prévoyant notamment des seuils en termes d'exposition sectorielle et sur les contreparties.

97. Ainsi, le respect du dispositif réglementaire exige que les expositions pondérées sur une même contrepartie ne doivent pas excéder 20% des fonds propres prudentiels consolidés.

98. Aussi, sans préjudice des règles applicables en matière de division des risques, aucune exposition, sur une même contrepartie, ne devrait dépasser 15% du total des expositions consolidées. Par ailleurs, sur une base consolidée, l'exposition maximale autorisée sur un même secteur d'activité donné ne peut dépasser 15% du total des expositions.

99. Toutefois, un dépassement a été relevé pour le cas de la société Méditel ayant enregistré en 2009, 2010, 2011 et 2012 respectivement 38%, 38%, 30% et 33%.

100. Aussi, en 2008, il a été relevé un dépassement du coefficient de division des risques, qui doit être inférieur ou égal à 20% sur base consolidée, par les participations TUI AG/TC et Vivendi/Fipar international ayant enregistré respectivement 25% et 21%.

Réponse de CDG

Le dispositif de suivi du respect du CMDR a été renforcé par la mise en place d'un outil (BRS-CMDR) de calcul dudit coefficient et le déploiement d'un suivi dynamique de l'ensemble des engagements du groupe sur un groupe d'intérêts. Ainsi, depuis 2014, le CMDR n'a enregistré aucun dépassement de la limite réglementaire à l'exception du dépassement sur la contrepartie BMCE dont les justifications ont été partagées au préalable avec le régulateur.

II. Investissement des ressources

101. L'examen de l'emploi des ressources par CDG a permis de soulever des observations liées notamment au processus de décision, au cadrage des opérations d'investissement, ainsi qu'aux conditions de gestion et au rendement du portefeuille.

102. Malgré les différentes relances de la commission de surveillance, les interventions de CDG et ses choix en matière d'investissement dans les différents domaines d'activité ont été décidées, jusqu'à fin 2013, en l'absence d'un cadre de référence global et formalisé permettant de cadrer les décisions d'investissement, de circonscrire les secteurs et périmètres d'intervention, de distinguer de manière claire les interventions qualifiées comme ayant un intérêt général, de celles dites concurrentielles et de mieux appréhender les risques.

103. Jusqu'à fin 2013, les décisions d'investissement de CDG et celles de ses filiales, ayant un impact significatif sur les équilibres du groupe CDG, ne faisaient pas l'objet de décision prise en comité d'investissement émanant de la commission de surveillance. Les décisions relatives au choix et au niveau d'engagement de CDG dans le cadre des projets d'investissement sont encore du ressort de la seule direction générale. Dans le cadre des opérations de prise ou de cession des participations, le processus de prise décision restait insuffisamment formalisé et documenté.

104. 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'allocation appropriée de ses ressources optimisant le couple rendement/risque. En conséquence, ses différentes décisions d'investissement et de désinvestissement entreprises ont abouti à une situation déséquilibrée de la structure des actifs en portefeuille d'investissements de CDG, en faveur des "actions" et "avances et prêts", caractérisés par des risques plus élevés que ceux liées à l'investissement en "obligataire" et s'est traduite par une consommation accélérée de ses fonds propres économiques censés couvrir en permanence les risques qu'elle encourt.

105. CDG n'a pas pleinement profité des apports de la « gestion actif-passif » dans la gestion de l'adéquation entre les coûts de financement et les revenus générés par les investissements. Cette approche est nécessaire pour minimiser le risque de taux tout en sauvegardant les équilibres en liquidité et permet de garantir la cohérence nécessaire entre les éléments du passif et de l'actif en termes d'écoulement et d'adossement par nature de taux.

Réponse de CDG

Le cadre de gouvernance de CDG a évolué vers un schéma de prise de décision collégiale avec la création de plusieurs instances de gouvernance, notamment en matière de décision d'investissement (CSG, COMEX, CIS). Ces instances sont opérationnelles et sont régies par des chartes qui définissent les périmètres et les responsabilités.

Une convergence vers un bilan renforcé en obligataire et autres instruments de taux est programmée à terme dans la stratégie 2018-2022

1. Participations directes

106. Les filiales et participations directes détenues par CDG sont gérées dans le cadre d'un portefeuille dénommé "portefeuille des participations directes". Ce portefeuille s'élève, à fin 2017, à 41,3 MM DH, composé de 90% d'actions non cotées et 10% d'actions cotées, soit respectivement 37,2 MM DH et 4,1 MM DH.

107. Durant la période 2006 à 2017, ce portefeuille a connu un investissement additionnel de 29,8 MM DH, 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 MM DH. L'investissement en participations cotées, quant à lui, a évolué d'un montant additionnel de 3,3 MM DH.

108. Le tableau suivant retrace l'évolution de l'encours en valeur comptable du portefeuille participations de CDG durant la période 2006-2017.

Tableau n°2: Evolution de l'encours des participations (en MM DH)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Var. 2017//2006	
Actions "Participation"	**11,5**	**17,1**	**17,9**	**20,8**	**26,3**	**27,1**	**29,2**	**29,8**	**28,8**	**29,0**	**31,5**	**41,3**	**29,8**	**259%**
Flux net	**-**	**5,6**	**0,8**	**2,9**	**5,5**	**0,8**	**2,1**	**0,6**	**-1,0**	**0,2**	**2,4**	**9,8**		

Source : CDG

109. 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, et concerne différents secteurs d'activité : banque de détail, participations financières portées par des holding de participation, l'immobilier et développement territorial, le tourisme et l'assurance.

Tableau n°3: Domaines d'interventions de CDG

Activités	Nombre de filiales et participations	Prix d'acquisition (en M DH)	Poids / Portefeuille global (en %)
Immobilier et développement territorial	6	18 327,96	44,41%
Tourisme	10	5 989,38	14,51%
Banque de détail	6	7 775,71	18,84%
Holding de Participations financières	5	5 688,55	13,78%
Métiers de la finance	8	886,19	2,15%
Assurance et réassurance	3	857,60	2,08%
Fonds d'investissement	14	572,01	1,39%
Industrie	1	507,69	1,23%
Education	2	254,60	0,62%
Transport	2	185,00	0,45%
Sport & loisirs	3	164,77	0,40%
Informatique	1	8,36	0,02%
Autres	9	52,50	0,13%
Total	**70**	**41 270,31**	

Source : CDG - retraitement Cour des comptes

1.1. Prises de participation et création de filiales non systématiquement autorisées

110. Selon 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, «aucune création d'entreprise publique, à l'exception de celles dont la création relève de la loi, aucune création de filiale ou de sous-filiale d'entreprise publique, aucune prise de participation d'une entreprise publique dans une entreprise privé ne pourra, à peine de nullité, être réalisée sans une autorisation donnée par décret pris sur la proposition du ministre chargé de la mise en œuvre des transferts et précédé d'un exposé des motifs »

111. L'article 9 de cette loi, prévoit que tout projet de cession d'actifs ou de participations d'entreprise publique, de fusion d'entreprises publiques, d'augmentation ou de réduction de la part sociale détenue par l'Etat dans le capital des entreprises publiques doit, préalablement à sa soumission à l'organe délibérant, être soumis par le président dudit organe à l'avis du ministre des finances.

112. En outre, selon l'article premier de l'arrêté du ministre des finances, du 1er avril 1960 modifiant l'arrêté du 21 août 1959 fixant le taux d'intérêt servi par CDG et les modalités d'emploi des fonds de ladite Caisse conditionne l'utilisation par CDG de ses disponibilités en prises de participations dans le capital de sociétés, à l'obtention d'un agrément préalable du ministre des finances, qui doit être donné pour chaque opération.

113. Toutefois, l'examen du processus de prise de participation d'un échantillon de filiales et participations a permis de relever le non-respect par CDG de l'obligation d'obtenir l'autorisation préalable du Chef du gouvernement tel que prévu par l'article 8 de la loi n°39-89 susmentionnée. A titre d'illustration, on cite les sociétés CG parking, Immolog, Med Resort, Arribat Center.

114. De même, il a été constaté qu'à l'occasion de la 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 moyennant des modifications de l'objet social, de la dénomination et du capital social.

Le tableau ci-dessous présente des exemples de cette situation.

Tableau n°4: Filiales non actives ayant changé l'objet social, dénomination et capital social

Dénomination sociale actuelle	Dénomination sociale ancienne	Domaine d'activité initial	Date de création	Date de modification	Domaine d'activité actuel
CDG Développement	FES Motel S.A	Tourisme	-	mars 2004	Holding financière et de participation intervenant dans l'immobilier et le tourisme
Nemotek	Sté hôtelière El Riad "SHR" S.A	Tourisme	juin 1966	juin 2009	Industrie
Madaef	Inmaa gestion SARL	Société de gestion	rachetée à la BNDE en 2003	novembre 2006	Société d'investissement touristique
Foncière Chellah	SOPHAL "société national de promotion d'habitat locatif"	Habitat locatif	janvier 1977	2005	Immobilier professionnel locatif

Source : Cour des comptes

1.2. Absence de règles formalisées encadrant la gestion du portefeuille "participations directes"

115. Malgré l'importance de l'équilibre du portefeuille en termes d'exigence de liquidité des différentes participations, il a été noté l'absence de règles indiquant, entre autres, la proportion appropriée des titres cotés à avoir en permanence dans le portefeuille.

116. 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.

117. De même, la Cour des comptes a noté une insuffisance sur le plan de rationalisation et de diversification de ce portefeuille tenant compte des missions de CDG, ses orientations stratégiques et les périmètres d'intervention réservés aux filiales métiers. Ainsi, il est relevé que le portefeuille "Participations directes" de CDG comprend des participations opérant dans des domaines d'activités dans lesquelles opèrent des filiales métiers. C'est le cas, également, des participations directes dans le domaine du tourisme relevant du domaine d'intervention de la filiale CDG Développement. En effet, à fin 2012, CDG a directement investi environ 2,5 MM DH à travers plusieurs filiales et participations[3]. Ce constat dénote de la gestion dispersée de ces participations réduisant les possibilités de synergie.

118. 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 termes de concentration des investissements, d'exposition limite maximale par secteur et par investissement et le niveau du ratio risque/rendement escompté par secteur cible.

1.3. Concentration de l'effort d'investissement sur un nombre réduit de filiales et participations

119. A fin 2017, la structure du portefeuille des filiales et participations est dominée par neuf participations et filiales sur un total de 70. Celles-ci concentrent 76% de l'encours global exprimé en valeurs comptables. Le tableau suivant illustre ce constat.

Tableau n°5: Structure du portefeuille des filiales et participations à fin 2017

Participations et filiales (Situation à fin 2017)	Participation au capital (en %)	Valeur (en M DH)	Part (en %)
Portefeuille global de CDG		**41 270,31**	**100%**
13% du nombre des participations directes (soit 9/70)		**31 385**	**76%**
CDG Développement	100	14 484	35%
BMCE Bank	8,46	3 113	8%
Massira Capital Management (MCM)	100	3 618	9%
Crédit Agricole	10	687	2%

[3] Il s'agit notamment de la société Hôtelière Nador, société Hôtelière du Tichka, société Iter, Société Lido, société Paradise, société Sitzag, société Wafa Hôtel et Hôtel La Mamounia.

Participations et filiales (Situation à fin 2017)	Participation au capital (en %)	Valeur (en M DH)	Part (en %)
Fipar-Holding	100	2 571	6%
Madaef	100	1 898	5%
SNI	2,73	787	2%
Holdco	100	1 485	4%
Foncière Chellah	100	2 741	7%

Source : CDG - retraitement Cour des comptes

120. A travers le tableau ci-dessous, il ressort que 90% des investissements additionnels engagés, entre 2006 et 2017, soit environ 26,8 MM DH, ont été concentrés sur huit participations et filiales dont l'encours est passé de 6 MM DH à 32,7 MM DH. A signaler que ces participations et filiales constituent 79% du portefeuille global des participations à fin 2017 contre 52% à fin 2006.

Tableau n°6: Investissements additionnels engagés (en M DH)

participations	secteur d'activité	encours à fin 2006	encours à fin 2017	flux net 2017/2006
encours des huit principales participations acquises durant la période 2006/2017		**5 960,40**	**32 748,25**	**26 787,85**
Part en %		**52%**	**79%**	**90%**
CDG Développement	Développement territorial	1 729	14 484	12 755
BMCE Bank	Banque	176	3 113	2 937
Madaef	Fonds d'investissement touristiques	1	4 479	4 478
Massira Capital Management	Holding portant la participation au CIH	2 054	3 618	1 565
Foncière Chellah	Immobilier	310	2 741	2 431
Fipar-Holding	Holding de participations minoritaires stratégiques	1 691	3 071	1 380
Crédit agricole	Banque	0	687	687
SHN	Investissements touristiques	0	555	555

Source : CDG

121. Ainsi, il est remarqué une concentration de l'effort d'investissement sur certaines participations notamment les valeurs BMCE Bank, Madaef et Massira Capital Management. En effet, en 2015, la valeur BMCE Bank concentrait à elle seule 3,84 MM DH, soit près de 24% des flux nets d'investissement de la période 2006 à 2015, soit un flux net équivalent à 68% de celui de CDG Développement, filiale la plus importante du groupe. En 2017, la valeur BMCE Bank concentre 3,1 MM DH, soit près de 11% des flux net d'investissement de la période 2006 à 2017, soit un flux net équivalent à 23% de celui

de CDG Développement. Par ailleurs, l'investissement en Madaef, fonds d'investissement touristiques, a connu une augmentation importante d'environ 58% dans la mesure où l'encours est passé de 1,9 MM DH en 2015 à 4,48 MM DH en 2017. Cette valeur représentait près de 12% des flux nets d'investissement de la période 2006/2015 contre près de 17% durant la période 2006/2017. De son côté, la valeur Massira Capital Management représentait 23% dans les flux nets d'investissement de la période 2006/2015 contre 13,5% durant la période 2006/2017.

122. Quant au reste des filiales et participations composant le portefeuille, CDG a investi durant la même période un flux net de 2,34 MM DH soit 13% du total des investissements additionnels au niveau de 39 filiales et participations dont 25 ont été nouvellement acquises et huit ont connu une augmentation de capital. A signaler que 20 participations d'un encours de 1,2 MM DH n'ont connu aucun changement.

1.4. Rendement du portefeuille en baisse

123. En 2017, les dividendes remontés par les filiales et participations de CDG ont atteint 1,2 MM DH pour un encours moyen d'investissement de 37 MM DH, soit un rendement moyen de 3,31%.

124. De même, il ressort du tableau ci-dessous que les exercices 2007, 2010, 2012 à 2014 et 2016 ont connu des niveaux de dividendes en deçà de la moyenne des dividendes reçus de 2007 à 2017, s'élevant à plus de 1 MM DH par an pour un encours moyen des investissements en titres de participations de 25,9 MM DH, soit une moyenne de 4,2%. Le rendement du portefeuille participations, vu sous l'angle des dividendes servis à CDG a connu notamment en 2012, 2013, 2014, 2016 et 2017 un niveau inférieur respectivement de 28%, 42%, 40%, 28% et 21%[4] par rapport au rendement moyen enregistré durant la période 2007-2017.

Tableau n°7: Rendement des participations (en M DH)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Moyenne 2007-2017
Encours moyen des participations	13 745	17 132	19 443	23 913	27 389	29 063	29 331	29 043	28 781	29 844	36 974	25 878
Dividendes	528	1 138	1 081	940	1 588	879	720	731	1 617	900	1 224	1 031
Rendement moyen du portefeuille (en %)	**3,84**	**6,64**	**5,56**	**3,93**	**5,8**	**3,02**	**2,45**	**2,52**	**5,62**	**3,02**	**3,31**	**4,2**

Source : CDG

125. 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 CDGP avait constaté des dividendes de près de 1,6 MM DH, ce qui a permis d'afficher un taux de rendement de 5,8%.

126. A noter que les dividendes remontés en 2011, notamment ceux versés par CDG Développement s'élevant à 800 M DH, doivent être retraités. En fait, ils tiennent compte des dividendes exceptionnels liés à la réalisation d'une plus-value de 2,3 MM DH suite à

[4] (rendement N – rendement moyen)/rendement moyen

la cession par CDG Développement de 2,9 MM DH de titres CGI. Cette opération ayant un caractère exceptionnel a permis à CDG Développement de dégager un résultat net de 1,9 MM DH en progression de 348% par rapport à 2009. Le résultat courant en 2010 a régressé de 69% passant de 387,1 M DH à 119,7 M DH. A signaler que, durant la période 2008-2010, la moyenne annuelle des dividendes remontés par CDG Développement se situe à 337 M DH.

127. Par ailleurs, il est remarqué l'absence de politique clarifiant les règles sous-jacentes à la remontée des dividendes par les filiales et participations et incitant ces dernières à mettre en œuvre une gestion financière rigoureuse caractérisée par la recherche d'une rentabilité des fonds propres et par une politique de versement de dividendes cohérente avec le modèle économique du groupe.

128. Entre 2007 et 2017, le nombre de filiales et participations ayant remonté des dividendes a presque chuté de moitié passant de 24 à 15.

129. De plus, seules dix participations et filiales remontent des dividendes de manière régulière et dont le taux de contribution au total des dividendes reçus par cette dernière est passé de 72% en 2007 à 93% en 2017. Le tableau suivant retrace les dividendes remontés par les dix principaux contributeurs entre 2007 et 2017.

Tableau n°8: Dividendes sur titres de participation (en K DH)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fipar-Holding	86 400	144 000	100 800	100 800	208 800	174 000	104 400	46 400	174 000	197 200	680 000
CDG Capital	65 000	70 000	70 000	115 000	150 000	150 000	150 000	120 000	120 000	120 000	200 000
SCR	47 205	94 410	113 291	94 410	103 850	113 291	115 180	135 006	117 068	103 190	122 355
BMCE	7 253	8 703	5 171	43 271	43 271	43 271	50 117	60 747	66 822	75 934	75 934
Lafarge Holcim Maroc	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	44 417
Atlanta	60 880	99 380	82 730	59 610	72 268	62 632	24 089	6 032	8 681	8 681	11 576
Maghreb Titrisation	248	495	660	1 056	1 343	1 317	0	0	1 316	1 320	1 316
CDG Développement	-	385 700	326 061	300 000	800 000	47 320	0	0	0	0	0
CIH	-	74 716	157 734	55 830	55 830	168 348	202 704	216 000	216 000	216 000	0
Lafarge Ciments	98 118	63 302	103 815	76 560	72 600	64 192	-	-	-	-	-
Holcim	15 264	16 545	18 479	27 852	27 641	31 145	23 957	93 913	28 988	24 676	-
Dividendes des 10 participations	**380 366**	**957 251**	**978 743**	**874 389**	**1 535 603**	**855 515**	**670 447**	**678 098**	**732 876**	**747 001**	**1 135 598**
Total des dividendes reçus	528 065	1 137 560	1 080 928	939 812	1 588 233	878 670	719 684	730 705	1 617 221	899 809	1 224 317
CMVT- International (Div. Exceptionnel)	-	-	-	-	-	-	-	-	818 793	-	-
Contribution au total des dividendes (Hors Div. Exceptionel)	**72%**	**84%**	**91%**	**93%**	**97%**	**97%**	**93%**	**93%**	**92%**	**83%**	**93%**

Source : CDG

130. En outre, plusieurs participations n'ont jamais remonté de dividendes. C'est le cas de Holdco, Acacia Participations (Médi 1 TV), La Mamounia, Averoes Finances, Club Wifaq, fonds Jaida ainsi que CMVT International et Teck Capital Management pour la période antérieure à leur cession en 2015.

131. 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 participations (holding portant la participation dans le capital de Médi 1 TV) et d'autres comme les ex. hôtels du CIH ou la BNDE. En effet, comme il est présenté dans le tableau ci-après, à fin 2017, plusieurs participations notamment CMVT International, Acacia participations portant la participation Medi1 TV, BNDE, M'dina bus, Société Hôtelière Nadir (SHN) connaissent une situation financière dégradée.

Tableau n°9: Situation dégradée de certaines participations

Participations	Encours En KDH	Poids / Portefeuille	Taux de provisionnement	Résultat net	Dividendes
Acacia participations (MEDI1 TV)	344 509	0,83%	93%	12 356	-
BNDE	171 429	0,42%	100%	-28 899	-
M'dina bus	170 000	0,41%	100%	-116 201	-
La mamounia	88 862	0,22%	79%	1 137	-
Société hôtelière nador	555 076	1,34%	100%	-722 393	-

Source : CDG

132. 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 certains projets au niveau de CDG Développement tel que l'agence d'urbanisation d'anfa (AUDA) et la société d'aménagement de Zenata (SAZ).

1.5. Amenuisement des plus-values latentes

133. L'examen de l'évolution de la valorisation des participations cotées détenues par CDG à fin 2017, révèle une baisse notable des plus-values latentes par rapport à 2007. À fin 2007, les participations cotées affichaient une plus-value latente de 6,5 MM DH contre 1,2 MM DH à fin 2017.

134. En effet, tel qu'il ressort du tableau suivant, à partir de 2010, la baisse des cours boursiers des valeurs a concerné la totalité des sept valeurs cotées figurant dans le portefeuille participation.

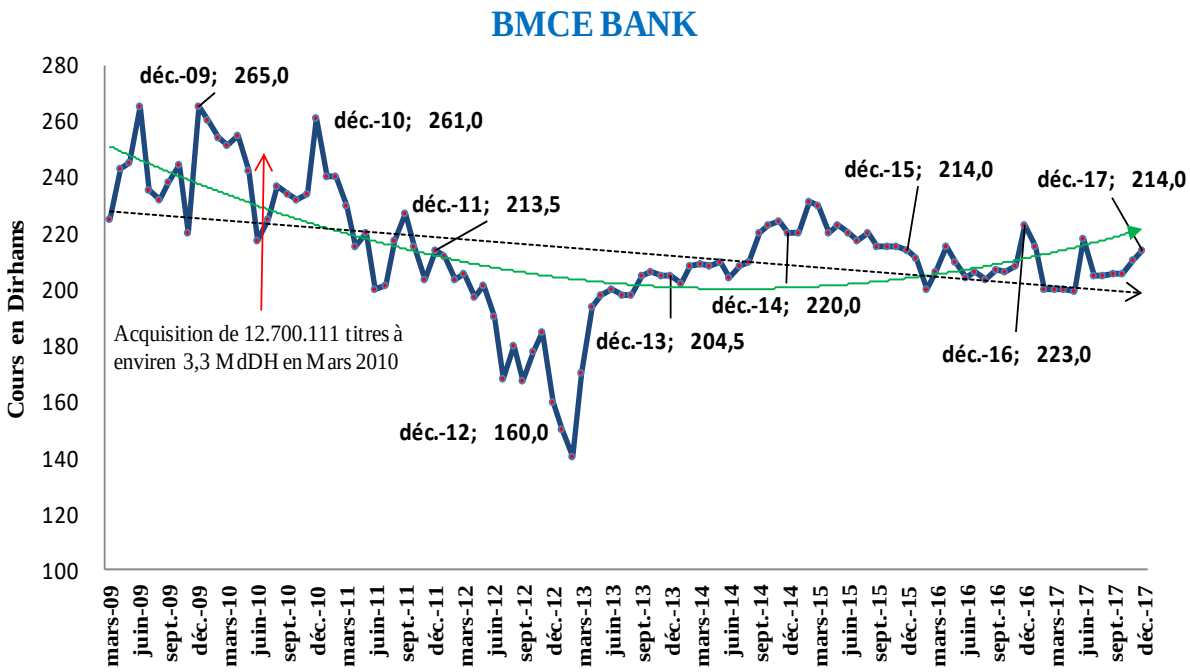
Tableau n° 10: Cours boursier des participations cotées (en M DH)

Valeurs	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Var. 2010/2017 (en %)
Holcim	2 654	1 960	1 975	1 460	1 904	1 720	Sociétés fusionnées en Juillet 2016		-35
Lafarge	2 120	1 550	1 255	1 315	1 626	1 618			-24
Lafarge Holcim MAROC *	2 362,73	1 736,36	1 582,27	1 380,91	1 752,36	1 664,36	2450	1 980	-16
CIMAR	1 200	950	763	850	940	1 025	1 298	1 690	41
ATW	407	350	313	305	344	337,9	413	484	19
CIH	330	269	230	260	315	261,35	300	286	-13
BMCE	261	214	160	204,5	220	214	223	214	-18
Atlanta	74	70	69	68,9	65,3	50,5	48,99	64	-14

Source : CDG (*) Cours ajustés par la parité d'échange (LAC/HOL) entre 2010 et 2015

135. Cette baisse s'est traduite non seulement par l'épuisement des plus-values latentes cumulées mais également par la constatation d'importantes moins-values latentes notamment sur la participation BMCE Bank. Celle-ci a enregistré en 2015 une moins-value latente de 588,9 M DH contre une plus-value latente de 78 M DH en 2010.

136. Il convient de signaler que le volume des moins-values latentes, constatées sur la valeur BMCE Bank, a été amplifié sous l'effet conjugué de la tendance baissière des cours de cette valeur et l'acquisition en mars 2010, d'un volume important de cette même valeur (soit près de 12,7 millions titres à environ 3,3 MM DH), ce qui a représenté plus de 68% du portefeuille des titres cotées. Le graphique ci-après montre l'évolution de la valeur boursière du titre BMCE Bank sur la base des moyennes mensuelles de son cours entre mars 2009 et décembre 2017.



Source : Cour des comptes

137. Cette tendance baissière observée au niveau du marché a également concerné toutes les autres valeurs en portefeuille cotées notamment CIH et Atlanta.

138. Par ailleurs, en plus de l'effet de la tendance baissière des cours boursiers, notamment depuis 2010, la diminution significative des plus-values latentes est due également aux opérations de cession de certaines valeurs comportant d'importantes plus-values latentes, et ce dans une logique de pilotage du résultat et de liquidité.

139. En effet, CDG agit chaque année sur le portefeuille des participations cotées en vue de constater des plus-values latentes soit par des cessions définitives permettant des rentrées de cash, en reclassant des titres de participation vers le portefeuille placement en attendant de les céder, soit par le recours à l'externalisation des plus-values latentes. Dans ce dernier cas, CDG externalise les plus-values latentes à travers des opérations dites « aller-retour » ou des opérations de « portage » qui consistent à céder en s'engageant à racheter les mêmes titres ce qui permet, sur le plan comptable, de constater les plus-values au niveau du résultat de l'établissement.

140. Ainsi, comme il est indiqué dans le tableau ci-dessous, entre 2007 et 2015, CDG a cédé plus de 12,4 MM DH de titres cotés sur lesquels elle a pu dégager près de 6 MM DH de plus-values dont 4,9 MM DH provenant d'opération d'externalisation soit 82%. A signaler que les exercices 2007 et 2008 ont pesé pour environ 72% des plus-values réalisées durant toute la période 2007-2015.

141. En 2017, une opération d'aller/retour sur le titre BMCE a été réalisée constatant une moins-value de 725,6 M DH neutralisée par une reprise sur le stock de provisions constituées sur les titres BMCE.

Tableau n° 11: Cession des titres cotés (en M DH)

Année	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2014	2015	2017	Total
Total plus-values des cessions réalisées	3072	1252	213	369	507	343	43,4	180,9	-725,6	5254,7
Dont Plus-values externalisées	2672	1088	-	262	405,7	343	-	128	-725,6	4173,1
Part des plus-values externalisée en %	87%	87%	-	71%	80%	100%	-	71%	100%	79%
Opérations "Aller/retour"	2673	1088	-	262	-	-	-	128	-725,6	3425,4
Atlanta	1 078	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Attijariwafa Bank	-	359	-	-	-	-	-	88,4	-	-
BMCE	321	-	-	-	-	-	-	-	-725,6	-
BCP	-	270	-	-	-	-	-	-	-	-
CIMAR	324	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Holcim	241	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lafarge Ciments	565	322	-	-	-	-	-	39,6	-	-
Maroc Leasing	-	137	-	-	-	-	-	-	-	-
ONA/SNI	144	-	-	262	-	-	-	-	-	-
Opérations "Portage"	-	-	-	-	405,7	342	-	-	-	747,7
Attijariwafa Bank	-	-	-	-	350	141	-	-	-	-
Lafarge Ciments	-	-	-	-	55,7	201	-	-	-	-

Source *:* CDG *Aucune opération n'a été enregistrée en 2013 et 2016*

142. En l'absence de règles précises et formalisées encadrant le recours aux opérations d'externalisation des plus-values latentes, la masse des plus-values latentes constituées par CDG pendant plusieurs années, s'est significativement amenuisée depuis 2007. Ces opérations d'externalisation, dont la plupart a été réalisée en fin d'exercice, ont permis d'accroître "comptablement" le résultat pendant plusieurs exercices permettant ainsi d'afficher des fonds propres en augmentation. Les charges au titre des commissions afférentes à ces opérations ont atteint à titre d'exemple 7,4 M DH en 2007 et 5,5 M DH en 2008 et plus de 2 M DH en 2010, ce qui a eu pour conséquence plus d'impôts sur les résultats affichés.

143. Ces externalisations se sont traduites par la reconstitution du portefeuille à des cours plus élevés sans plus-values latentes. La différence apparaît dans les états financiers de CDG comme une augmentation du niveau de l'investissement, alors que dans la réalité il ne s'agit que d'un remplacement d'actifs (dont la valeur au bilan est inférieure à celle du marché) de même nature au prix du marché afin de constater la plus-value latente.

144. L'externalisation des plus-values latentes concerne également le portefeuille placement de CDG. C'est le cas, à titre d'exemple, de l'externalisation d'une plus-value latente

d'environ 135,3 M DH suite à une opération de portage qui a concerné l'OPCVM CDG actions de décembre 2011.

1.6. Situation dégradée de certaines participations

145. A fin 2017, le portefeuille des participations directes de CDG a été couvert par des provisions à hauteur de 5,1 MM DH concernant 32 filiales et participations. Cette détérioration représente 12% de l'encours du portefeuille global contre 15%, 9% et 4% constaté respectivement en 2012, 2010 et 2007.

146. Ainsi, comme il ressort du tableau ci-dessous, 93% de ces provisions, soit 4,7 MM DH, concerne onze participations et filiales. Les cinq premières s'accaparent 76% du total des provisions. D'un côté, la dégradation du fonds Madaef et Holdco et d'autre côté le provisionnement de certaines filiales à savoir la CGI et CDG Développement ont pesé sur le provisionnement de la globalité du portefeuille des participations.

Tableau n° 12: Prix d'acquisition et provisions de onze participations et filiales (en M DH)

Participation	Prix d'acquisition global	Provisions à fin 2017	Taux de provisionnement	Part
Portefeuille global	**41 270**	**5 059**	**12%**	**100%**
11 participations et filiales	**23 165**	**4 710**	**20%**	**93%**
Fonds Madaef	4 478,74	1 473,84	33%	29%
Holdco	1 485,08	699,67	47%	14%
CGI	850,99	560,02	66%	11%
CDG Développement	14 483,60	557,37	4%	11%
Société hôtelière Nador	555,08	555,08	100%	11%
Acacia participations	344,51	321,91	93%	6%
BNDE	171,43	171,43	100%	3%
M dina bus	170,00	170,00	100%	3%
Société wafa hôtel	131,47	72,10	55%	1%
La mamounia	88,86	70,12	79%	1%
Atlanta	405,35	58,51	14%	1%
Autres (soit 59 participations et filiales)	**18 105,21**	**348,67**	**2%**	**7%**

Source : CDG

147. Aussi, 25% des provisions constatées en 2015 ont été imputés à la dégradation des participations cotées suite à la chute de la valorisation de certains titres BMCE, Holcim et Atlanta.

148. Par ailleurs, à fin 2017, sept participations d'une valeur totale d'acquisition de 343,4 M DH sont totalement provisionnées. Une partie de ces participations, d'une valeur d'acquisition d'environ 2 M DH, a été totalement provisionnée depuis plus de dix ans à savoir Dar Baida, Surgelés du Loukkos et B. Domec. Les participations B. Domec et Surgelés du Loukkos manquent de fond de dossier. Le tableau suivant présente la valeur comptable (totalement provisionnée) de ces participations de 2012 à 2017.

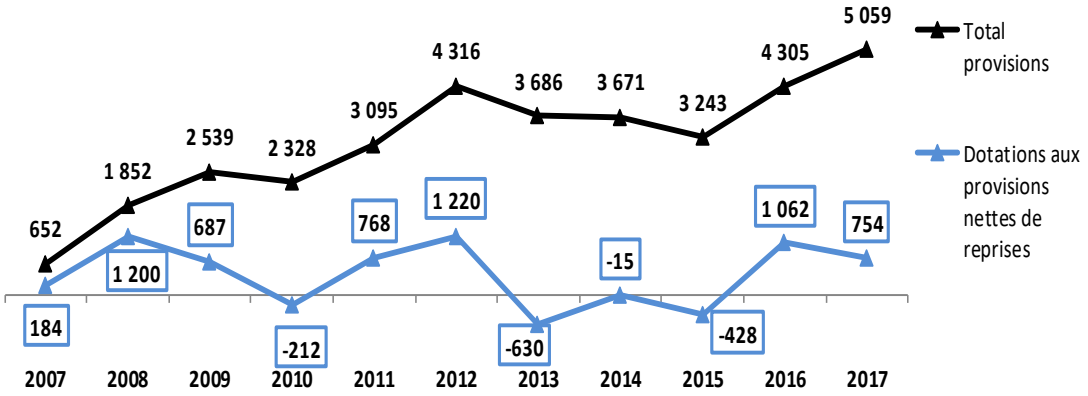
Tableau n° 13: Participations totalement provisionnées (en K DH)

FG_Dar_ Ad_Damane	B. Domec	Dar Beida	Surgelés du Loukkos	Ader FES	BNDE	Mdina Bus	Total
750,00	18,70	8,40	1 200,00	0,10	171 428,50	169 999,70	343 405,40

Source : CDG

149. Par ailleurs, l'examen des dotations aux provisions nettes des reprises au titre du portefeuille des participations directes révèle une augmentation significative du coût du risque suite à la constatation des dotations nettes de reprises sur deux périodes. Durant la période de 2007 à 2012, CDG a constitué des provisions à l'exception de l'année 2010, durant laquelle le coût de risque s'est amélioré de 212 M DH suite à des reprises sur provisions d'environ 443 M DH contre une dotation supplémentaire de 231 M DH. Durant la période de 2013 à 2015 où CDG n'a pas constaté de provisions. A partir de 2016, les provisions nettes de reprises ont atteint presque le niveau de 2012.

150. Tel qu'il ressort du graphique ci-après, les provisions pour dépréciation des titres de participation directe de CDG ont évolué entre 2007 et 2017 de 776%, passant de 652 M DH à 5.059 M DH. Ceci est le résultat des détériorations successives du coût de risque notamment en 2008, 2012 et 2014 durant lesquelles les dotations nettes des reprises de l'exercice ont dépassé 1,22 MM DH.



Source : CDG-retraitement Cour des comptes

151. En 2008 et 2009, plus de 95% des dotations aux provisions, soit respectivement 1,15 MM DH et 677 M DH, sont imputés à la détérioration importante de CMVT-International suite à la chute des cours boursiers des participations étrangères (Club Med, TUI et Vivendi). En 2011 et 2012, la majeure partie des dotations pour détérioration ont concerné les participations BMCE et CMVT International qui ont représenté respectivement 79% et 14% en 2011 contre 65% et 11% en 2012. A signaler que l'année 2012 a connu une provision de 234 M DH, soit 19% des dotations de l'exercice pour couvrir la détérioration importante de la filiale acacia participations portant la participation Medi1 TV.

152. En 2016 et 2017, les dotations aux provisions s'élèvent respectivement à 1.062 M DH et 754 M DH et concernent essentiellement pour 2016 les dotations enregistrées sur Madaef (506 M DH), CGI (445 M DH) et SHN (212 M DH). Concernant 2017, il s'agit des

dotations enregistrées sur SHN (725 M DH), CDG Développement (557 M DH) et Madaef (512 M DH) atténuées principalement par les reprises sur BMCE (453 M DH) et ADH (337 M DH).

1.7. Suivi du portefeuille "Participations directes"

153. Jusqu'à 2004, le portefeuille des participations directes était géré au niveau du pôle "participations et placements"[5]. Ce dernier assurait le suivi de la situation financière des instances de gestion et de contrôle de toutes les filiales et participations de CDG.

154. En 2004, dans le cadre de la filialisation, CDG avait transféré certaines de ses activités ainsi que plusieurs de ses filiales opérationnelles non financières à des filiales-métier créées dans le cadre de la réorganisation du groupe. De même, elle a confié la gestion et le suivi des fonds d'investissement dans le secteur immobilier et touristique à une structure dédiée "direction des fonds immobiliers et touristiques"[6] et avait créé la direction des participations directes (DPD) pour assurer la gestion et le suivi des filiales et participations qui restent rattachées à CDG. Cette structure a fonctionné jusqu'en 2010 en l'absence d'un cadre et une organisation formalisés. Ce n'est qu'en avril 2011 que ses missions et son organisation ont été précisées.

155. En conséquence, le suivi du portefeuille des participations directes de CDG se trouve, actuellement, assuré par plusieurs structures. En effet, le suivi des participations directes restantes dans le portefeuille est confié à la DPD rattachée au pôle « finances ». D'autres participations et filiales sont confiées, en vertu de convention, à la filiale Fipar-Holding (CMVT-International, TMSA, Acacia participations, Holdco, La Mamounia, Averroes finances et Teck Capital Management) et à la filiale Madaef qui assure la gestion des actifs touristiques du groupe (hors les stations touristiques).

156. Par ailleurs, malgré le nombre important de participations directes en portefeuille, la diversité des secteurs d'activité, la présence des fonds d'investissement, des participations financières et d'autres opérationnelles ainsi que l'existence de certaines filiales en difficultés, la DPD, censée assurer la gestion, le suivi et la veille sectorielle n'est pas dotée d'un système d'information approprié.

157. Le suivi effectué par la DPD porte plus sur la vie sociale des filiales "actionnariat" que sur les aspects "business" portant sur l'activité, le budget et la stratégie des participations directes tel que stipulé au niveau de la procédure du 4 juin 2010. En fait, en selon les dossiers des instances de gouvernance des filiales, généralement quatre fois par an, la DPD procède à l'élaboration de notes synthétisant les conclusions retenues et les remarques formulées qu'elle adresse à la direction générale.

158. Ces notes représentent une part importante des reporting produits par la DPD. Toutefois, elles restent insuffisantes pour assurer un pilotage régulier et adapté de la performance des filiales.

159. En plus du fait que ces notes ne couvrent pas tous les exercices et leur fréquence n'est pas régulière, elles ne sont pas partagées avec les administrateurs représentant CDG dans les filiales concernées. Or, dans certaines filiales dans lesquelles la direction générale ne siège pas, ces reporting peuvent bien servir les administrateurs pour bien représenter CDG

[5] Note de service n°22 972 du 01.11.2001 et note de service n° 57 48 du 29 .03.1996.
[6] Note de service n° 4761 du 07.10.2004 et note de service n° 4844 du 20.10.2004.

et défendre ses intérêts. Il est aussi constaté qu'aucune obligation n'existe pour les administrateurs d'alimenter la DPD en informations dans un cadre organisé.

160. Plus généralement, il n'existe pas de cadre de référence clarifiant et régissant les interactions entre la DPD et les différents intervenants (administrateurs et autres structures au niveau de CDG) impliqués dans le pilotage des filiales notamment le pôle « stratégie et développement », la direction « gouvernance groupe », le contrôle de gestion en vue de s'assurer de la complémentarité des interventions, la cohérence d'ensemble ainsi que la mise en valeur des synergies.

161. Par ailleurs, il convient de noter que plusieurs participations minoritaires figurant dans le portefeuille échappent au suivi de la vie sociale et administrative assuré par la DPD. Il s'agit, à titre d'exemple, des participations dans Maghreb Titrisation, Finéa, Surgelés du Loukkos, B. Domec, Dar Baida, Mahd Salam, Wafa hôtel, La Mamounia, Lido, MFB, Paradise, Iter, hôtelière du Tichka et Sitzag.

2. Participations à l'international

162. Dans le cadre des investissements à l'international, CDG a investi entre juin 2006 et décembre 2007, environ 6,4 MM DH en prises de participations présentées dans le tableau suivant :

Tableau n° 14: Prises de participations à l'international

Participations	Date de prise de participation	Participation au capital	Prix d'acquisition global (en M DH)
Club méditerranée	juin 2006	10,0%	(*)965,01
Vivendi	décembre 2007	0,6%	2 492,80
TUI AG	mai-juin 2007	5,0%	2 979,19
Total			**6 437,09**

Source : CDG (*) prix d'acquisition initial

163. Dans le cadre de la prise de participation dans Club Med effectuée en juin 2006, l'investissement initial consistant en l'acquisition de 10% de son capital au prix d'environ 87 M€ (soit l'équivalent de 965,01 M DH), financé totalement par CDG.

164. En 2007, CDG a acquis 5% du capital de TUI AG au prix de 265,3 M€ ainsi qu'un produit de couverture de type Collar[7] acquis en juin 2007 pour un montant global de 26 M€, soit un montant d'investissement global de 291,3 M€ (soit l'équivalent de 2,98 MM DH). Cet investissement a été financé à hauteur de 70% par endettement bancaire et le reste par des fonds propres pour un montant de 1 MM DH (89 M€). Le montage du financement se présentait comme suit :

- prêt bancaire contracté auprès de la banque Allemande "Deutsch Bank" pour un montant de 145,7 M€ (soit l'équivalent de plus de 1,6 MM DH).
- prêt bancaire contracté auprès de la banque offshore Attijari International Bank (filiale du groupe Attijariwafa Bank) pour un montant de 60 M€ (soit l'équivalent de 670 M DH).

[7] Il s'agit d'un instrument de couverture qui consiste en la combinaison de l'achat d'une option de vente et la vente d'une option d'achat sur les titres TUI AG.

165. Pour le financement de l'acquisition de 0,6% du capital de Vivendi, CDG a apporté un montant de 220,2 M€, suite à l'échange avec Vivendi d'environ 17,5 millions d'actions Maroc Télécom détenues par CDG. Les titres Vivendi acquis ont été apportés à la filiale CMVT International (ex. Fipar International) en contrepartie d'une créance de 2,5 MM DH.

166. En 2008, Fipar International avait acquis progressivement 0,4% du capital de Vivendi pour un montant total de 106,4 M€ pour atteindre 1% du capital de ce groupe. Ces nouvelles acquisitions ont été financées en partie par les dividendes remontés par vivendi en mai 2008 pour un montant net de 7,8 M€, mais la grande partie a été financée par des dettes en devises se présentant comme suit :

- ligne de prêt bancaire revolving sur six ans contracté en janvier 2008 auprès de la banque Française "Lazard frères banque" pour un montant de 17 M€, rallongé en février 2008 à 23 M€.
- ligne de prêt bancaire sur deux ans contracté en octobre 2008 auprès de la banque offshore "Chaabi International Bank offshore" (filiale de la banque centrale populaire) pour un montant de 30 M€ ;
- ligne de prêt bancaire sur trois ans contracté en octobre 2008 auprès de la banque offshore "Société Générale Tanger offshore" (filiale de la Société générale Maroc) pour un montant de 10 M€ ;
- ligne de prêt bancaire (prêt relais sur 1,5 mois) contracté en décembre 2008 auprès de la banque d'affaires "Oddo et Cie" pour un montant de 50 M€ (utilisé à hauteur de 46,3 M€).

167. En mai 2009, Fipar International avait contracté une ligne de prêt de 16,7 M€ auprès de Nexgen Capital Ltd (groupe bancaire Français Natixis) pour financer la réalisation d'un investissement supplémentaire de 16,3 M€. Cette ligne de prêt a été remboursée totalement grâce à l'encaissement des coupons des Orane[8] pour 0,5 M€ et à la cession des « Orane Club Med » pour 15,3 M€ en juin 2010.

168. Pour réaliser ces investissements, CDG a été autorisée par :

- le décret n° 2-06-307 du 9 juin 2006 à prendre une participation dans le capital de Club Méditerranée SA ;
- le décret n°2-07-823 du 3 mai 2007 à créer Fipar International[9] (devenue "CMVT International"), filiale destinée à porter les participations du groupe CDG à l'étranger ;
- le décret n°2-07-824 du 3 mai 2007 à prendre, via CMVT international, une participation dans le capital de la Société Teck Capital Management (TCM) destinée à porter des investissements financiers dans le secteur touristique à l'étranger.
- le décret n° 2-07-1268 à prendre une participation dans le capital de la société Vivendi ;
- l'autorisation du ministre de l'économie et des finances du 12 juin 2007 à prendre une participation dans le capital de TUI AG.

[8] Obligation Remboursable en Action Nouvelle ou Existante.

[9] Depuis mars 2011, la nouvelle dénomination de "Fipar International" est "CMVT International" (cf. PV de l'Assemblée Générale Mixte de CMVT International du 7 mars 2011).

169. L'examen de l'investissement à l'international a permis de relever les observations suivantes :

2.1. Absence de vision stratégique

170. La décision de diversification des actifs par l'acquisition de participations à l'étranger ne découle pas de vision stratégique prévalant 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 tient compte de l'allocation globale de ses actifs et des règles d'investissement prudentes précisant, les secteurs cibles, les exigences en termes de rentabilité et du niveau du risque, l'horizon d'investissement, la stratégie de sortie et les limites d'exposition en termes d'investissement, de catégorie d'actifs, de pays, de devises et de contreparties.

171. En investissant à l'international, le choix de diversification n'est pas en ligne avec sa politique d'investissement. 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 ou suggestions prévoyant, directement ou indirectement, une éventuelle diversification du portefeuille à travers des prises de participations à l'international. En plus, cette orientation n'a pas fait l'objet d'examen préalable par la commission de surveillance.

2.2. Exposition significative

172. CDG s'est orientée vers l'international bien qu'elle manquait d'expérience en matière d'investissement en titres cotés à l'international et 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.

173. En effet, malgré l'importance et la multitude des risques d'exposition à l'international, cette diversification a été déployée selon un rythme relativement accéléré et a été accompagnée d'une concentration de volume d'investissement significatif sur un nombre réduit de valeurs cotées.

174. Entre juin 2006 et décembre 2007, CDG a engagé environ 6,5 MM DH de ressources dont 2,8 MM DH en fonds propres (le reste, soit 3,7 MM DH, en dettes de financement), soit plus de 62% de ses fonds propres[10], dans des participations à l'international (TUI AG, Club Med et Vivendi).

175. Les participations Club Med et TUI présentaient, au moment de la prise de participation, des facteurs de risques qui rendent incertains les perspectives de l'investissement en termes de potentiel de remontée de dividendes et de rendement suffisamment attrayant pour justifier le recours à ces sorties.

176. En effet, Club Med présentait le risque dû à la cyclicité de son activité qui débouche sur des chiffres d'affaires et des rendements volatiles. Quant au groupe TUI, le risque découlait de sa présence sur plusieurs domaines d'activités tels que le tourisme, le transport maritime et le transport aérien caractérisés par la forte sensibilité à la conjoncture économique internationale ainsi que des difficultés au sein de son management. Ce dernier n'arrivait

[10] Situation à fin décembre 2007.

pas à s'entendre sur le repositionnement stratégique du groupe et subissait des pressions de la part des actionnaires pour séparer les métiers du tourisme et du shipping[11].

177. De plus, CDG s'est engagée dans Club Med et Vivendi, sans se prémunir contre la volatilité de leurs cours afin de protéger les fonds investis. A signaler que seule la participation dans le capital de TUI AG a fait l'objet, en juin 2007, d'une couverture de type « Collar » dont l'échéance couraient jusqu'en septembre 2010, permettant de couvrir la totalité du risque de dépréciation du cours de TUI AG dont le cours de référence au moment de l'achat du « Collar » s'établissait à 21,136 €/action.

178. Or, cet instrument de couverture n'a pas été maintenu jusqu'à la liquidation de l'investissement ou au moins jusqu'à la fin de son échéance. En effet, entre le 22 et le 30 octobre 2008, le « Collar » a été cédé à 1.699 M DH, soit une plus-value comptable de 1.407 M DH. Cette décision a été motivée par la faible valorisation du titre TUI AG (10,51€ le 5 novembre 2008) et par la volonté de limiter le risque de contrepartie (sur la banque contrepartie du « Collar ») dans un contexte marqué par la crise des prêts hypothécaires. Suite à la cession du « Collar », le cours moyen d'acquisition des actions TUI a été rabaissé à 10,98 € par action hors coût de financement.

179. En conséquence, à fin 2013, le portefeuille des participations à l'international de CDG, est valorisé à environ 3,25 MM DH et comporte des moins-values latentes d'environ 0,75 MM DH tenant compte de la plus-value réalisée suite à la cession du « Collar » TUI AG. Le tableau suivant reprend le détail de la valorisation des trois participations à fin 2013.

Tableau n° 15: Valorisation de certaines participations à l'international

Titres	Nombre de titres détenus	% du capital	Valeur d'acquisition (en M DH)*	Valeur d'acquisition par action (en DH)	Cours action (en M DH)	Valorisation (en M DH)	+/- values latentes (en M DH)
Club Med	2 251 231	7,07%	891	396	195	439	-452
Vivendi	5 848 914	0,44%	1 764	302	214	1 254	-509
TUI AG	11 644 879	4,77%	2 753	236	134	1 562	-1 191
Collar TUI AG (plus-value)	-	-	-	-	-	-	+1 407
Total	**-**	**-**	**5 408**	**-**	**-**	**3 255**	**-745**

Source : CDG

(*) Valeurs d'acquisition en euros converties au cours de change Euro/MAD du 31/12/2013 : 11,197

180. A noter qu'en 2014, les titres TUI AG détenus par la filiale TCM ont été totalement cédés, et les titres Club Med et Vivendi détenus par CMVT International ont été totalement cédés en 2015. 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° 16: Solde de la cession de trois participations à l'international (en M DH)

	+/- values 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

[11] PV de la Commission de surveillance des mois d'avril et décembre 2012.

2.3. Remontées de dividendes faibles et non régulières

181. L'examen de cet aspect a permis de constater que les dividendes remontés par les participations à l'international sont faibles et non réguliers.

182. Vivendi était la principale participation qui remontait des dividendes à un rythme régulier. Elle a remonté sur toute la période un total de 706 M DH, soit 93% de l'ensemble des dividendes perçus et 100% des dividendes perçus par CMVT International de 2007 à fin 2013.

183. Quant à la participation TUI, elle a remonté des dividendes de 36 M DH et de 17 M DH respectivement en 2008 et 2014, soit au total environ 7% des dividendes. Enfin, la participation club Med, n'a jamais remonté de dividendes depuis son acquisition en juin 2006. Le tableau suivant retrace les dividendes remontés par ces participations.

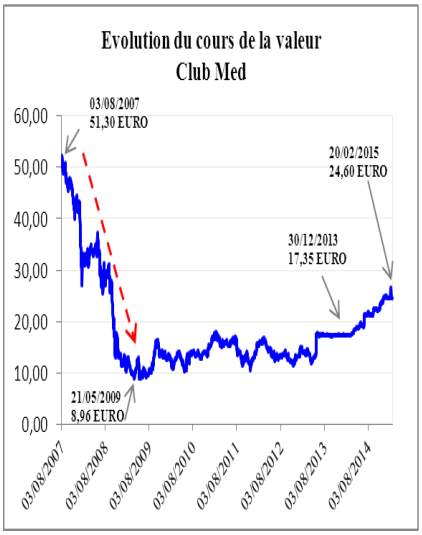
Tableau n° 17: Dividendes remontés par les participations à l'international (en M DH)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Filiale CMVT (Fipar International ex. clos au 30 septembre)										
Dividendes Club Med	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendes Vivendi	-	106	92	95	92	65	65	65	126	706
Dividendes TCM	-	-	-	-	-	-	-	392	4	396
Filiale TCM (ex clos au 30 juin)										
Dividendes TUI	-	36	-	-	-	-	-	17	-	53
Total général	-	142	92	95	92	65	65	474	130	1 155

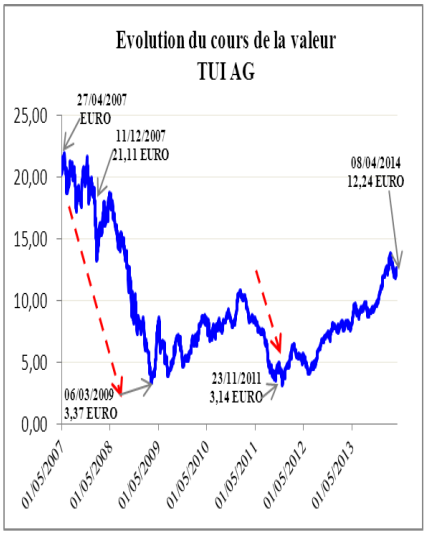
Source : CDG **N.B** : participations cédées à partir de 2016.

2.4. Dépréciation durable des participations à l'international

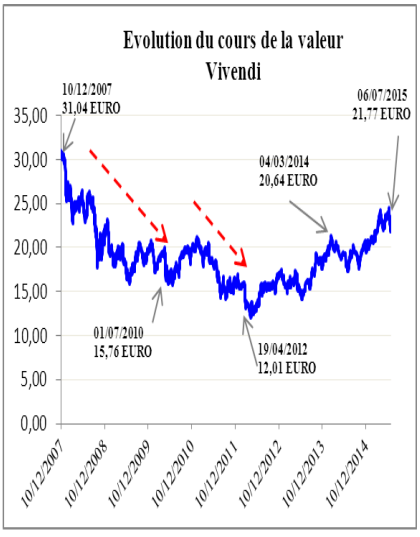
184. Dès leur acquisition par CDG, les valeurs Club Med, TUI AG et Vivendi ont connu des détériorations significatives de leurs cours boursiers. Les graphiques suivant illustrent ce constat de 2007 à 2015 :



Source : EURONEX



Source : Bourse de FRUNFFURT



Source : EURONEX

185. En conséquence, les filiales CMVT International et TCM ont dû constater dès leur création, des provisions importantes dont le niveau est resté significatif jusqu'à la date de cession de leurs participations en 2014/2015. Ainsi, comme le montre le tableau ci-après, le taux de provisionnement des participations a atteint des niveaux élevés. Ce taux dépasse les ¾ de la valeur d'acquisition dans le cas de la participation TUI AG porté par TCM et se situe à environ 60% de la valeur des participations de CMVT international portant les participations club Med, vivendi et TCM.

Le tableau suivant illustre ce constat.

Tableau n° 18: Provisions constituées par CMVT international et TCM (en M DH)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CMVT-International (ex. clos au 30 septembre)											
Valeur d'acquisition des participations	2 017,25	4 503,58	4 104,63	3 917,58	3 898,84	3 618,86	3 648,93	3 165,45	0,68	0,68	0,68
Provisions pour dépréciation des participations	57,71	1 074,72	1 861,25	1 709,80	2 501,26	2 198,65	1 630,42	1 370,26	0	0	0
Taux de provisionnement	3%	24%	45%	44%	64%	61%	45%	43%	0%	0%	-
Coût du risque (reprise - dotation)	-57,67	-1 035,61	-767,98	151,47	-791,46	302,61	568,22	1 370,26	260,16	-	-
Teck Capital Management (TCM) (ex. clos au 30 juin)											
Valeur d'acquisition des participations	3 039,70	3 039,70	2 985,30	2 910,08	2 999,32	2 929,21	2 821,41	0	0	0	0
Provisions pour dépréciation des participations	0	0,15	2 243,30	1 910,85	1 936,80	2 275,78	1 601,41	0	0	0	0
Taux de provisionnement	0%	0%	75%	66%	65%	78%	57%	0%	0%	0%	0%
Coût du risque (reprise - dotation)	-	-0,15	-2 243,15	332,45	-25,92	-339,01	674,38	1 601,41	-	0	0

Source : CDG

2.5. Situation financière alourdie par le poids des charges d'intérêts

186. 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.

187. Ainsi, le total des charges d'intérêts supportées, entre 2007 et 2015, dans le cadre des investissements à l'international, a atteint 970,03 M DH soit 599 M DH et 371,03 M DH pour respectivement les filiales CMVT International et Teck Capital Management, et ce suite à un niveau moyen d'endettement global dépassant 2 MM DH pour les deux filiales et variant entre 1,47 MM DH constatés en septembre 2008 et 2,93 MM DH enregistrés à fin septembre 2011.

188. Le tableau suivant présente l'évolution de l'endettement et des charges d'intérêts supportées à l'occasion des participations à l'international du groupe CDG de 2007 à 2015. Aucune dette n'a été contracté en 2016 et 2017 sachant que les participations concernées ont été cédées.

Tableau n° 19: Endettement et charges d'intérêts des participations à l'international (en M DH)

Exercice	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
CMVT[12] International (ex clos au 30 septembre)										
Dettes de financement		254,44	774,60	2 028,36	2 099,86	1 165,75	1 137,17	249,90	0,00	0,00
Charges d'intérêts	13,11	98,42	109,83	103,37	88,20	79,93	50,14	52,60	3,40	599,00

[12] Filiale portant les participations Club Med, Vivendi et TCM.

Exercice	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
TCM[13] Teck Capital Management (ex clos au 30 juin)										
Dettes de financement	0,00	2 355,32	694,20	782,41	829,80	838,50	828,48	0,00	0,00	0,00
Charges d'intérêts	0,00	139,90	112,20	16,83	26,63	32,63	25,94	16,90	0,00	371,03
Total groupe CDG										
Dettes de financement	0,00	2 609,76	1 468,80	2 810,77	2 929,66	2 004,25	1 965,65	249,90	0,00	-
Charges d'intérêts	13,11	238,32	222,03	120,20	114,83	112,56	76,08	69,50	3,40	970,03
Dont intérêts sur les prêts consentis par CDG	13,11	92,23	83,86	75,48	75,01	69,56	44,78	47,32	0,00	501,35

Source : CDG

189. 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.

2.6. Situation nette dégradée suite aux pertes cumulées

190. L'examen de la situation financière des filiales CMVT International et TCM, entre 2007 et fin 2015, a permis de constater des niveaux de pertes importants subies 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 MM DH contre des résultats bénéficiaires de 1,29 MM DH, soit un solde négatif de 170 M DH.

191. Quant à la filiale CMVT International, le total des pertes s'est établi à -2,75 MM DH contre des résultats bénéficiaires constatés en 2010 et de 2012 à 2015 d'un montant total de 1.825 M DH, soit un solde négatif de 950 M DH. Le tableau suivant présente la situation nette des filiales CMVT International et TCM depuis leur création en 2007 jusqu'à fin 2017 :

[13] Filiale portant la participation TUI AG.

Tableau n° 20: Situation nette de CMVT international et TCM (en M DH)

Exercice	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CMVT international (ex. clos au 30 septembre)											
Capital social (K)	2 023	2 023	2 023	2 023	2 023	1 135	1 135	1 135	0,3	0,3	0,3
Situation nette (SN)	1 960	940	78	265	-539	465	1032	1673	282	51,302	5,77
SN/K	97%	46%	4%	13%	-27%	41%	91%	147%	940	171	19
Résultat net	-63	-1 021	-862	188	-804	148	567	641	281	50,9	-0,4
TCM (ex. clos au 30 juin)											
Capital social (K)	1,12	1010	1010	1010	1010	1010	1010	0,3	0,3	0,3	0,3
Situation nette (SN)	1,06	907	-26	289	236	-136	444	402	5,5	1,6	1,4
SN/K	95%	90%	-3%	29%	23%	-13%	44%	1340	18,3	5,3	4,7
Résultat net	-0,07	-103	-932	315	-53	-372	580	402	0,09	-0,24	-0,20

Source : CDG-retraitement Cour des comptes

192. 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 encourant ainsi un risque significatif compromettant leur continuité d'exploitation.

193. En 2009, 2010 et 2011, la situation nette de la filiale CMVT International s'est établie, respectivement à 78 M DH, 265 M DH et -539 M DH par rapport à un capital de 2,02 MM DH. Alors que la filiale TCM a vu sa situation nette chuter en dessous des 3/4 de son capital social en 2009, 2011 et 2012 en se situant respectivement à -26 M DH, 289 M DH et -136 M DH par rapport à un capital social de 1,01 MM DH.

194. Pour rétablir la situation et éviter la dissolution de la filiale CMVT International, présentant une situation nette inférieure à un quart du capital social pendant trois années, CDG était contrainte d'apporter, en septembre 2012, environ 855,7 M DH de fonds propres en vue d'augmenter le capital social de CMVT International pour absorber un total de pertes de 1,74 MM DH. Suite à cette opération accordéon, le capital social de CMVT International est passé de 2,02 MM DH à 1,14 MM DH au moment où la participation de CDG dans le capital de cette filiale a augmenté pour s'établir à 2,88 MM DH contre 2,02 MM DH auparavant.

2.7. Cessions à perte de certaines participations

195. Les résultats déficitaires cumulés par CMVT International et TCM ont été partiellement compensés par des reprises sur provisions. Une partie de ces reprises est consécutive à la réalisation de certaines opérations de cession de titres dont la plupart s'est soldée par des pertes. Le total des pertes sur cession des titres de participations à l'international, à fin 2013, a atteint 296,09 M DH contre une plus-value réalisée en juin 2010 de 50,82 M DH. Le tableau suivant retrace les opérations de cession réalisées entre 2007 et 2013.

Tableau n° 21: Participations à l'international cédées à perte (en M DH)

Cession des participations	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CMVT-International (ex. clos au 30 septembre)							
VNA de participations cédées	-	-	1 854,45	140,34	7,88	258,43	-
Produit de cession	-	-	1 788,23	176,23	3,56	117,22	-
Plus ou moins-values de cession	-	-	- 66,22	35,89	- 4,32	-141,21	-
TCM (ex. clos au 30 juin)							
VNA de participations cédées	-	-	-	-	-	-	126,6
Produit de cession	-	-	-	-	-	-	57,19
Plus ou moins-values de cession	-	-	-	-	-	-	-69,41

Source : CDG et retraitement Cour des comptes

3. Gestion de trésorerie

196. Pour la gestion de sa trésorerie, CDG a conclu, le 31 mars 2006, un mandat d'assistance avec sa filiale CDG Capital. En vertu de ce mandat, cette dernière assure l'interface vis-à-vis du marché monétaire (marché interbancaire et marché des pensions livrées, REPO) pour emprunter ou placer à hauteur des besoins ou excédents de trésorerie du compte de CDG à Bank Al Maghrib.

197. A fin 2013, la position globale de trésorerie de CDG se situe en moyenne à 553,2 M DH contre des moyennes de -531,2 M DH, 1,03 MM DH et 1,11 MM DH, constatées respectivement en 2012, 2011 et 2010.

198. Depuis 2014, l'encours moyen quotidien a enregistré durant les années 2014, 2015, 2016 et 2017 respectivement 1,09 MM DH, 5,25 MM DH, 1,88 MM DH et 4,21 MM DH.

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

- En 2006, 2007 et 2009, CDG présentait des niveaux élevés de déficit de trésorerie. En effet, en 2006 et 2007, la position moyenne de trésorerie s'est établie respectivement à -3,59 MM DH et -1,23 MM DH quotidiennement avec des journées dépassant -6 MM DH de déficit. Cette situation est due à l'accélération par CDG du rythme de ses investissements, depuis 2005, en l'absence de plans de financement pluriannuels appropriés intégrant l'impact sur la trésorerie ainsi que les outils nécessaires pour une gestion appropriée du risque de liquidité.

  Pour faire face aux dégradations de sa trésorerie, CDG a eu recours de manière importante au financement à court et très court termes sur le marché monétaire. De ce fait, elle s'est trouvée emprunteuse de façon structurelle sur le marché monétaire pour le financement d'une partie de son programme d'investissement.

  Cette situation a engendré des charges d'intérêts de 105 M DH en 2006, 70,13 M DH en 2007 et 55,12 M DH en 2009 contre 77,71 M DH durant la période 2010-2017.

- Dans le cadre de la convention d'assistance, CDG a accordé à CDG Capital la liberté de décider des opérations à réaliser en fonction de la position nette de trésorerie transmise quotidiennement par CDG et des conditions de marché, sans pour autant exiger en contrepartie, des indicateurs de performance quantitatifs et qualitatifs à atteindre pour s'assurer d'un niveau de qualité des prestations afin de challenger le prestataire. En fait, l'engagement de CDG Capital se limite à la conformité avec les dispositions légales et réglementaires en vigueur et de servir au mieux les intérêts de CDG en assurant sa

mission avec diligence. Ceci paraît assez large pour inciter CDG Capital à une meilleure prestation à même d'optimiser la gestion de trésorerie de CDG et d'assurer un suivi approprié de la qualité des prestations.

- Les opérations de nivellement des comptes, entre comptes TGR et le compte central de règlement BAM (CCR-BAM), sont insuffisamment encadrées par des règles fixant la périodicité du nivellement, le niveau du solde limite pour déclencher le nivellement et le minimum devant rester au niveau des comptes TGR notamment ceux utilisés pour le règlement des dépenses.
- Insuffisance dans la maîtrise des contraintes liées à la prévisibilité des dépenses et recettes affectant sa position nette de trésorerie, impactée par les retards de communication des dépenses importantes et la récurrence des opérations imprévues. En effet, la Cour a relevé le non-respect, par les structures métiers impliquées dans le processus de gestion de trésorerie, du délai de communication des prévisions fiables et précises sur les flux financiers quotidiens devant mouvementer le CCR-BAM à la DTAM, chargée de la détermination de la position prévisionnelle de trésorerie.

  Or, le respect de ce délai est crucial pour une gestion saine de trésorerie surtout que les dépassements de ce délai présentent pour CDG plusieurs risques et la confronte aux aléas liés à la situation de liquidité sur le marché. En effet, en plus des contraintes spécifiques à CDG liées au fait qu'elle n'est pas soumise à la constitution de la réserve monétaire obligatoire rendant d'autant plus cruciale le respect du délai d'annonce et le caractère exceptionnel de tout dépassement, le non-respect de ce délai et la communication en retard des informations comporte plusieurs risques. A titre d'illustration, les cas présentés dans le tableau suivant ont été relevés par la direction « risques opérationnels » au cours du dernier trimestre 2011 et début de l'exercice 2012.

Tableau n° 22: Cas de risques en matière de gestion de trésorerie

Nature des risques avérés	Description des cas relevés
Retards dans la réception des prévisions de sortie de fonds de la clientèle	Une prévision de retrait de Barid Al Maghrib en date du 30 décembre 2011 a été reçue tardivement à 12H 51 alors qu'il n'y avait pas de liquidité sur le marché ; CDG a emprunté 170 M DH de la BCP au taux de 3, 70%, soit 45 points de base de plus par rapport au taux du marché.
	La prévision de retrait de 1.200 M DH de la CNSS en date du 10 janvier 2012 a été reçue tardivement à 11h18. CDG a été dans l'obligation d'emprunter du marché un montant s'élevant à 418 M DH pour combler le besoin de trésorerie alors qu'elle était en position de ne pas le faire si la prévision avait été reçue à temps
Entrées de fonds de la clientèle non enregistrées parmi les prévisions de trésorerie	Encaissement de 900 M DH de CEN en date du 12 janvier 2012 n'ayant fait l'objet d'aucune notification de réception de la prévision de la part du PGE
Annulation de prévision de la clientèle intervenant après avoir provisionné et emprunté les montants correspondants	Annulation des prévisions de la CNSS en date du 24 décembre 2011

Source : Cour des comptes

III. Filialisation des activités

200. En ce qui concerne la filialisation des activités, le choix stratégique, entamé essentiellement depuis 2004, a permis une évolution du groupe CDG découlant des investissements importants à travers ses filiales. Depuis 2006, une rupture a été constatée dans la mesure où CDG a réalisé des investissements de plus en plus importants dans le portefeuille « actions ».

201. 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 MM DH à 29 MM DH.

202. Cette évolution accélérée des investissements s'est également traduite par une multiplication des filiales et des participations et le nombre de celles-ci est passé de 80 en 2007 à 143 en 2017. A signaler que plusieurs d'entre elles ont été créées pour porter des projets afin de bénéficier des incitations fiscales à l'investissement réservées aux sociétés nouvellement créées qui investissent plus de 200 M DH. A fin 2013, le nombre de filiales non dotées de personnel (dites non staffées) constitue plus de 33% des filiales consolidées, soit 47 filiales.

203. 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.

204. A ce niveau, il convient de souligner qu'en 2004, CDG avait engagé un cabinet en vue de l'accompagner dans la répartition des activités entre CDG Développement et Fipar-Holding et de formuler des propositions en matière d'organisation au démarrage pour chacune de ces structures à travers la proposition de dispositifs rapidement opérationnels qui tiennent compte des ressources disponibles au démarrage.

205. Ainsi, tel qu'il ressort de son livrable[14], la proposition de ce cabinet avait concerné la définition des principes de gouvernance à mettre en place pour CDG Développement et Fipar-Holding, le dimensionnement et l'affectation des effectifs ainsi que la proposition de scénarii d'organisation générale au démarrage pour les deux holding.

206. Toutefois, malgré l'importance d'une telle étude, il y a lieu de noter qu'elle n'a couvert que partiellement le périmètre du groupe CDG impacté par cette transformation structurelle découlant de la filialisation. Cette étude ne s'est pas intéressée au futur à l'organisation et aux ressources nécessaires au bon fonctionnement de CDG, particulièrement affecté par la réorganisation des activités.

[14] Rapport final, novembre 2004.

207. 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. Le tableau ci-dessous présente quelques structures de CDG transférées en partie ou en totalité à certaines filiales.

Tableau n° 23: Structures de CDG transférées à certaines de ses filiales

Entités transférées	Structures de destination
Pôle immobilier	CDG Développement
Pôle des marchés des capitaux	CDG Capital
Direction de l'administration des titres	
Direction des activités bancaires et services financiers	
Pôle investissement et participations : - Direction du suivi des participations - Direction de l'ingénierie et du développement - Direction du capital investissement	Fipar-Holding CDG Développement
Autres structures CDG (fonctions de support et de pilotage)	CDG Capital, Fipar-Holding CDG Développement

Source : CDG

208. Ceci a eu un impact significatif sur le fonctionnement de CDG suite au transfert d'une grande partie de ses ressources vers des filiales qui devaient assurer des prérogatives de coordination et de pilotage stratégique et financier. A titre d'illustration, l'activité "marchés des capitaux" relevant de CDG transférée à CDG Capital en février 2006.

209. Par ailleurs, il convient de noter que la commission de surveillance n'a pas été consultée au sujet des principes et 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 des filiales, la filialisation s'est traduite par la sortie des métiers transférés aux filiales du champ de contrôle de la commission de surveillance.

210. 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.

211. Enfin, il est noté l'absence d'une définition et distinction claire entre les activités considérées par CDG d'intérêt général et celles considérées comme 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 par la commission de surveillance à plusieurs reprises.

212. 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 (CEN), 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'accord de garanties.

213. 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.

214. L'examen suivant des activités « banque, finances et assurance », « développement territorial » et « tourisme » en atteste de ces constats.

1. Banque, finances et assurances

215. CDG intervient dans les activités de la banque, la finance et l'assurance à travers 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.

216. A noter, qu'à l'occasion de la mise en place du plan stratégique 2018-2022, ce domaine d'activités a été rebaptisé « banque, finance et investissement ».

217. Le tableau ci-dessous présente, à fin 2017, le volume des investissements et le nombre des filiales et participations au niveau des activités composant le domaine d'activité stratégique « banque et activités financières ».

Tableau n° 24: 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

218. La position actuelle de CDG au niveau des activités appartenant à ce domaine d'activité stratégique ne découle pas souvent d'une vision et ambition stratégique volontariste. 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 restructuration de certaines institutions (CIH, SOFAC, Finéa, Maroc leasing et BNDE) dans lesquelles elle a joué un rôle important dans différentes phases de leur redressement à travers son implication en tant qu'actionnaire de référence.

219. En termes consolidés, la contribution par segment d'activité au résultat net du groupe CDG, durant la période 2008 à 2015, révèle une prédominance des activités relevant des segments "banques et activités financières" (hors fonds et sociétés d'investissement)"[15] 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".

220. Comme il ressort du tableau ci-dessous, la contribution du segment "banques et activités financières"[16] au résultat net du groupe a atteint 510 M DH en 2013 en repli de 77 M DH, soit 13% par rapport à 2012. Malgré ce repli, la contribution de ce segment à la performance du groupe s'est améliorée de 2009 à 2012. Cette amélioration est due à l'effet conjugué de l'augmentation des contributions positives, ayant atteint 587 M DH en 2012 contre 237 M DH en 2009, soit un accroissement de 147,6% en quatre ans et de la contraction des contributions négatives au résultat net du groupe, qui ont reculé de 32 M DH depuis 2009.

221. La contribution du segment "banques et activités financières" au résultat net du groupe a atteint 1.633 M DH en 2017 en augmentation de 346 M DH, soit 21% par rapport à 2016. La contribution de ce segment a connu une accélération à partir de 2014. Cette amélioration est due à l'effet de l'augmentation des contributions positives, notamment en 2010, 2012, 2014,2015, 2016 et 2017 malgré le creusement des contributions négatives qui ont passé de -73 M DH en 2010 à -809 M DH en 2015 et -76 M DH en 2017.

222. A noter que CDG, CDG Capital et CIH sont les entités qui contribuent le plus au résultat net part du groupe sur la période 2008-2015. La contribution de ces trois filiales est passée de 125% en 2008 à 67% en 2015.

223. De même, il ressort du tableau que le segment "assurance" a contribué positivement au résultat net du groupe CDG durant toute la période 2008 à 2017. Sa contribution est passée de 28% en 2008 à 33% en 2016 et à 581% en 2017. L'année 2014 a été marquée par une baisse importante de la contribution de ce secteur se situant à 14% en raison de la cession des participations Atlanta et Sanad et leur sortie du périmètre de consolidation.

224. En outre, il est remarqué que les contributions négatives des "fonds et sociétés d'investissement" à la performance du groupe CDG, sont importantes et dépassent largement leurs contributions positives constatées durant la période 2008 à 2012 à l'exception de 2010.

225. Cette situation est due à la prépondérance des filiales à contribution négative dont principalement les filiales détenant des participations à l'international (CMVT International et TCM), la filiale Holdco, détenant la participation dans le capital de l'opérateur Médi Télecom et la filiale ACACIA participations, portant les participations dans le capital de Médi1 TV (cédée en 2013) et Oil & Gaz Investment Fund (OGIF). A signaler que l'essentiel des contributions positives de ce segment au résultat net du groupe provient de la filiale Fipar-Holding. Concernant les autres fonds capital-investissement, la plupart contribuent négativement ou très faiblement au résultat net.

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

[16] Cette analyse vise la vérification des contributions de filiales appartenant au segment d'activité "Banques et activités financières" hors contribution de CDG et n'intègre pas la contribution des sociétés CDG Développement et la société MCM détenant la participation de CDG dans le capital du CIH.

Tableau n° 25: Contribution du segment BAF au résultat net du groupe (en M DH)

	2008	Part %	2009	Part %	2010	Part %	2011	Part %	2012	Part %	2013	Part %	2014	Part %	2015	Part %	2016	Part %	2017	Part %
RN consolidé groupe CDG	**1 652**		**733**		**1 914**		**801**		**976**		**964**		**682**		**755**		**672**		**87**	
Contributions positives	3 701		1 812		2 752		2 156		2 244		2 996		2 739		2 914		2 576		3 659	
Contributions négatives	-2 048		-1 080		-838		-1 355		-1 268		-2 031		-2 057		-2 158		-1 904		-3 573	
Dont																				
RNPG "Banques et activités financières"[17]	**784**	**47**	**263**	**36**	**1 453**	**76**	**283**	**35**	**627**	**64**	**206**	**21**	**1 588**	**233**	**1 099**	**145**	**1 287**	**191**	**1 633**	**1887**
Contributions positives	2 476		831		1 526		687		988		616		2 191		1 908		1 306		1 708	
Contributions négatives	-1 691		-568		-73		-404		-361		-410		-603		-809		-19		-76	
RNPG Assurances	**458**	**28**	**421**	**58**	**524**	**27**	**767**	**96**	**570**	**58**	**202**	**21**	**98**	**14**	**283**	**37**	**222**	**33**	**503**	**581**
Contributions positives	458		421		524		767		570		281		98		283		222		503	
Contributions négatives	0		0		0		0		0		-79		0		0					
RNPG Fonds et sociétés d'investissement	**-1 512**	**-91**	**-445**	**-61**	**826**	**43**	**-319**	**-40**	**-94**	**-10**	**21**	**2**	**NA**		**NA**		**-190**	**-28**	**436**	**504**
Contributions positives	169		80		868		70		57		82		NA		NA		170		669	
Contributions négatives	-1681		-525		-42		-389		-151		-61		NA		NA		-360		-232	

Source : CDG - retraitement Cour des comptes

226. Par ailleurs, l'examen de l'intervention de CDG dans le domaine d'activité « BFA » suscite les constats suivants :

1.1. Intervention dans l'activité de la banque de détail

227. A fin 2017, CDG est présente dans la banque de détail[18] à travers la filiale Massira Capital Management (MCM) détenant 71 % dans le capital du CIH et des participations minoritaires de 8,46% et 10% respectivement dans le capital de la 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 MM DH répartis comme suit :

Tableau n° 26: Portefeuille dans l'activité "banque de détail"

Raison sociale	% détention	Valeur d'acquisition (en M DH)	Poids en %
Portefeuille global	**-**	**41 270**	**-**
BMCE	8,46%	3 113	7,54%
Massira capital management (CIH)	100,00%	3 618	8,77%
CAM	10,00%	687	1,66%

Source : CDG

228. Bien qu'elle ait investi plus de 3,8 MM DH au niveau de BMCE et CAM, CDG n'exerce pas l'activité de banque de détail et se limite à son rôle d'investisseur financier. En fait, c'est à travers le CIH que CDG exerce le métier de la banque de détail. Celui-ci a été acquis dans le cadre d'une opération de sauvetage financier visant la restructuration financière en vue de réduire le report déficitaire cumulé à fin 2004. A travers une série d'injections des

[17] A noter que le Groupe CDG a opéré en 2016 une refonte du découpage sectoriel IFRS 8, le secteur opérationnel BAF (Banques et Activités Financières) a été remplacé par les secteurs ECR (Banques et Etablissements de Crédit) et HFA (Holding, Fonds et Autres activités financières).

[18] Hors BNDE (en liquidation).

capitaux, les fonds propres du CIH sont passés de -1.169 M DH en 2005 à 4.552 M DH en 2017.

229. Dans le même sens, en vue d'accélérer son redressement et lui permettre de diversifier son offre, en 2010, CDG a acquis auprès de CIH sept actifs hôteliers en situation financière dégradée et lui a transféré les participations qu'elle détenait dans le capital des sociétés financières SOFAC et Maroc leasing opérant respectivement dans le crédit à la consommation et le leasing.

230. En conséquence, depuis 2010, il est remarqué une amélioration sensible de la performance du CIH. En effet, le PNB[19] de la banque a enregistré une progression moyenne de 3% sur la période 2010-2017 contre une régression de -4% enregistrée durant la période 2007-2009. De même que le résultat net, a enregistré une progression en moyenne de 17% sur la période 2010-2017. De plus, la rentabilité des fonds propres et la rentabilité des actifs se sont également améliorées en passant respectivement de 5,4% et de 0,5% en 2010 à 10% et 1% en 2017.

1.2. Intervention dans l'activité de la banque d'affaires et d'investissement

231. CDG intervient dans la banque d'affaires et d'investissement à travers sa filiale CDG Capital. Cette dernière a été créée en février 2006, dans le cadre du processus de filialisation de certains métiers exercés par l'établissement public. Dans ce sens, CDG Capital a intégré les activités du pôle "marchés des capitaux". A fin 2015, CDG Capital opère dans les trois compartiments de la banque d'investissement "asset management services" (gestion d'actifs), "corporate & investment banking" (corporate finance, société de bourse, salle des marchés) et "alternative investment" (private equity, real estate, infrastructures), et ce en s'appuyant également sur ses filiales CDG Capital gestion, CDG Capital bourse, CDG Capital private equity, CDG Capital real estate et CDG Capital infrastructure.

232. Au total, malgré le repli des indicateurs CDG Capital de 2006 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 3,51%. Le résultat moyen dégagé par CDG Capital, sur la période 2006-2017 s'élève à 167 M DH. Les principaux indicateurs de gestion de CDG Capital sont comme suit :

Tableau n° 27: Principaux indicateurs de gestion de CDG Capital (en M DH)

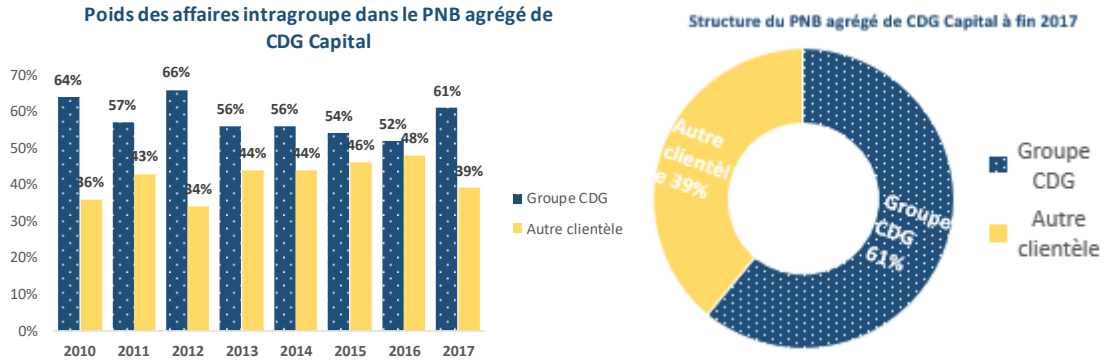
Principaux ratios de gestion	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Produit net bancaire	268	280	273	339	444	376	374	343	379	348	410	347
Résultat net	**139**	**154**	**154**	**181**	**228**	**196**	**180**	**141**	**160**	**148**	**170**	**154**
Fonds propres	639	728	812	923	1 036	1 082	1 112	1 104	1 144	1 172	1 222	1 176
Total bilan	1 654	3 683	4 902	4 427	5 061	5 430	6 063	8 323	6 499	6 889	5 369	9 511
Rentabilité des fonds propres	**22%**	**21%**	**19%**	**20%**	**22%**	**18%**	**16%**	**13%**	**14%**	**13%**	**14%**	**13%**
Rentabilité des actifs	**8%**	**4%**	**3%**	**4%**	**5%**	**4%**	**3%**	**1,70%**	**2,50%**	**2,20%**	**3,17%**	**1,62%**

Source : CDG

[19] Le PNB représente pour une banque l'équivalent de la valeur ajoutée créée par l'activité. C'est un indicateur spécifique en raison de la structure particulière de l'activité d'une banque. Il est égal à la différence entre la marge sur intérêts et commissions et les charges d'exploitation, y compris les dotations et reprises de provisions pour dépréciation des titres de placement.

233. Globalement, CDG Capital est une filiale en croissance mais qui reste encore dépendante des affaires intragroupe et de l'activité des clients propres de CDG qu'elle lui confie dans le cadre de mandat d'assistance (conservation des titres, gestion des fonds sous mandats, gestion d'actifs et gestion de trésorerie).

234. Le graphique suivant retrace l'évolution de la structure du produit net bancaire (PNB) agrégé de CDG Capital par catégorie de clientèle.



Source : CDG et retraitement Cour des comptes

235. Certaines filiales de CDG Capital manquent d'ouverture sur des clients en dehors du périmètre du groupe. A signaler que certaines d'entre elles, tel est le cas de la filiale « CDG Capital Real Estate », n'opèrent pratiquement qu'au service de CDG et ses filiales et participations. Le tableau suivant illustre le pourcentage d'activité réalisée avec les filiales du groupe.

Tableau n° 28: Pourcentage d'activité des filiales CDG Capital réalisée avec les filiales du groupe CDG

Filiales de CDG Capital	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CDG Capital real estate	100%	100%	97%	95%	99%	NA *	NA	NA
CDG Capital gestion	74%	69%	68%	61%	64%	63%	66%	64%
CDG Capital infrastructures	0%	45%	47%	50%	48%	46%	79%	79%
CDG Capital private equity	46%	46%	46%	47%	34%	61%	59%	57%
CDG Capital bourse	43%	58%	54%	22%	40%	16%	47%	39%

Source : CDG

1.3. Intervention dans la réassurance

236. CDG intervient dans ce métier à travers la société centrale de réassurance (SCR) qu'elle avait créée en application des termes de la convention avec l'Etat en mars 1960. L'objet de la SCR est d'effectuer les opérations de réassurance légale, concédées ou conventionnelles et bénéficie de la garantie d'équilibre de l'Etat. Elle assure 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.

237. Depuis octobre 2005, la SCR passe par un tournant important de son histoire marqué par la fin de la cession légale[20] à fin 2014 suite à l'entrée en vigueur de l'accord de libre-échange avec les Etats-Unis en 2006 et la mise en application de la décision de démantèlement progressif du mécanisme de cession légale jusqu'à sa suppression définitive.

238. La libéralisation, du marché de la réassurance ainsi que la disparition effective de la cession légale et de la garantie de l'État, présente plusieurs risques pour le business model de SCR. Il s'agit notamment de la possibilité pour le marché de ne plus recourir à la SCR en matière de placement des risques aviation et maritimes en conséquence de l'accord de libre-échange ou l'arrivée de nouveaux entrants sur le marché suite à la libéralisation du secteur.

239. Ajouter à cela le risque d'une diminution importante de la proportion des primes cédées par le marché marocain de l'assurance ainsi que les contraintes sur le marché mondial de la réassurance qui, étant fortement sinistré, exige une plus forte rémunération du risque et une exigence plus forte en informations techniques et innovation des offres.

240. En conséquence, le poids des affaires légales dans le chiffre d'affaires de SCR a reculé de 58% en 2005 à 39% en 2012 et 3% constaté en 2017 et ce, suite au démantèlement total de la cession légale conformément à l'accord de libre-échange Maroc-Etats-Unis. Cependant, SCR a mis en place un « accord de gentleman » (gentleman agreement), valable jusqu'à fin 2016, avec les cédantes marocaines pour pallier le manque à gagner occasionné par la suppression de la cession légale.

241. Face à cet enjeu stratégique de taille, CDG s'est focalisée plus sur la quête, pour la SCR, d'un positionnement futur et des créneaux de développement alternatifs de ses activités y compris les perspectives de déploiement à l'international.

242. Or, la libéralisation du marché de la réassurance au Maroc et la disparition de la cession légale et de la garantie de l'État, marque la remise en cause de l'une des principales raisons pour laquelle l'Etat avait mandaté CDG pour gérer cette activité. De ce fait, CDG devrait également engager une réflexion sur le retrait de ce métier en faveur d'un modèle d'intervention, en ligne avec sa vocation d'investisseur financier, privilégiant la prise de participation financière à la gestion opérationnelle du métier.

2. Développement territorial

243. Les métiers de développement territorial sont portés essentiellement par CDG Développement. A fin 2017, cette holding a consolidé dans sa comptabilité 67 filiales et participations dont 47 sont détenues à plus de 50%.

244. Parmi ces filiales, les principaux contributeurs au produit net bancaire (PNB) et au « résultat net part groupe » (RNPG) sont présentés dans les tableaux suivants :

[20] La convention du 9 mars 1960 entre l'Etat et CDG concède à SCR, 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.

Tableau n° 29: Principaux contributeurs au RNPG

En %	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Moyenne
CDG	107	64	19	32	34	-14	-19	16	130	1 501	187
Fipar	9	8	31	6	4	2	60	32	10	693	86
CIH	17	6	-2	20	39	39	40	40	36	303	54
CDG Capital	4	12	7	13	10	7	14	11	14	80	17
Medz	14	7	-1	15	5	20	-12	8	-2	-50	0
CDG Développement	-3	2	4	3	-15	-16	-46	-71	-45	-195	-38
CGI	5	23	2	17	20	25	-4	-22	-26	-1 917	-188

Source : CDG

Tableau n° 30: Principaux contributeurs au PNB

En %	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Moyenne
CIH	16	30	25	26	30	34	35	27	28	23	27
CGI	3	9	6	11	12	14	6	3	4	1	7
CDG Capital	3	5	6	5	6	6	6	5	6	4	5
Fipar	3	1	0	2	2	1	8	3	2	3	3
Medz	6	7	2	2	1	- 1	- 1	1	0	- 1	2
CDG	13	11	17	9	- 1	- 16	- 46	- 9	2	16	0
CDG Développement	1	1	- 0	0	- 0	- 1	- 2	- 2	- 2	0	-1

Source : CDG

245. A fin 2017, en moyenne, il ressort que CIH, CGI et CDG Capital sont les principaux contributeurs positivement au PNB du groupe avec respectivement 27%, 7% et 5%. Toutefois, CDG Développement contribue négativement au PNB avec -1%.

246. Par ailleurs, à fin 2017, en moyenne, les principaux contributeurs positivement au RNPG du groupe sont CDG-EP, Fipar et CIH avec respectivement 187%, 86% et 54%. A l'opposée certaines filiales contribuent négativement notamment CGI avec -188% et CDG Développement avec -38%.

247. En matière de contribution de chaque ligne de métier au RNPG de CDG Développement, le tableau suivant présente celle-ci durant la période 2008 à 2017 :

Tableau n° 31: Contribution des métiers au RNPG de CDG Développement (en M DH)

Pôle	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Développement immobilier	333,06	446,15	302,96	282,46	255,74	305,47	93,34	-195,12	-259,30	-2.454,39
Services	15,53	0,04	26,74	39,16	43,98	45,6	16,16	17,88	-5,46	-76,61
Coquilles et participations minoritaires	50,71	-22,33	1,94	-3,14	-2,82	-3,33	-3,57	-5,91	-3,39	-4,62
Services aux collectivités	-6,47	-2,52	-8,93	-6,09	-4,2	-15,93	-8,74	-13,53	-13,47	-13,40
Aménagement et développement urbain intégré	15,28	-19,91	-30,86	-27,29	-41,74	966,19	-93,68	77,06	85,28	31,59
Bois	63,14	-102,33	113,88	-18,14	-43,21	-282,51	-83,81	-182,14	-71,91	-24,76
CDG Développement	-49,18	33,84	337,75	21,91	-72,46	-151,8	-311,07	-533,16	-300,04	-168,40

Pôle	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tourisme	-66,11	-104,33	-121,01	-169,62	-105,63	-136,64	-148,06	-200,27	-96,00	-171,13
Infrastructure	167,9	-24,7	-64,27	-57,22	-163,26	-233,12	-135,52	19,04	129,25	74,07
Total Consolidé	**523,86**	**203,91**	**558,2**	**62,03**	**-133,6**	**493,93**	**-674,94**	**-1.016,15**	**-535,05**	**-2.807,65**

Source : CDG

248. Il ressort que la contribution positive au RNPG durant la période 2008 à 2014 des pôles "développement immobilier", "services" et "aménagement urbain" est devenue négative de 2015 à 2017 plus particulièrement le pôle développement immobilier qui pèse lourdement sur le RNPG de CDG Développement.

249. Par ailleurs, depuis 2013, la contribution du pôle « aménagement et développement urbain intégré » est en amélioration significative avec le démarrage de la commercialisation des premières tranches liées aux projets d'aménagement urbain, dont l'agence d'urbanisation et de développement d'Anfa (AUDA) notamment. Hors activités industrielles, arrêtées en 2013, le RNPG de CDG Développement au titre de l'exercice 2013 s'élève à 1,13 MM DH.

250. Au sein de chaque domaine d'activité, la contribution des filiales au RNPG est disparate. Certaines filiales contribuent positivement alors que d'autres ont une contribution négative.

251. Le tableau suivant présente la part des principaux contributeurs, par pôle, au RNPG consolidé de la holding CDG Développement.

Tableau n° 32: Part des principaux contributeurs, par pôle, au RNPG de CDG Développement (en M DH)

Pôle	Filiale	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Holding	CDG-DEV	-49,18	33,84	337,75	21,91	-72,46	-151,8	-311,07	-533,16	-300,04	-168,40
Développement immobilier :	CGI	250,04	311,55	232,04	204,12	236,79	230,87	-4,98	-157,83	-194,20	-2266,27
13 filiales et participations, dont	Immolog	82,83	35,98	80,86	77,68	42,31	12,77	33,69	52,99	4,32	27,69
	Al Manar	-5,57	97,45	-3,32	-3,1	-8,5	19,05	29,54	18,37	29,16	25,39
	DAM	7,44	2,51	-3,07	5,62	0,55	53,63	56,08	27,61	-64,96	-170,90
	Morocco Dream Resort	-1,27	-0,9	3,79	3,71	-1,64	-0,46	-1,9	-7,57	-	-
	SEPGB	0	0,41	-6,64	-4,74	-9,23	-9,12	-6,62	-97,5	8,24	3,44
	Total	**333,47**	**447**	**303,66**	**283,28**	**260,28**	**306,73**	**105,82**	**-163,92**	**-217,43**	**-2380,65**
	Total pôle	**333,06**	**446,15**	**302,96**	**282,46**	**255,74**	**305,47**	**93,34**	**-195,12**	**-259,30**	**-2454,39**
Infrastructure : 17 filiales et participations, dont	Medz	235,12	49,55	-27,98	130,05	49,29	190,08	-81,54	60,53	-13,81	-43,11
	Casanearshore	-9,74	11,29	102,09	30,27	-26,11	-38,57	-7,35	-0,5	144,90	70,49
	Afzi	0	0	-0,51	-0,64	13,7	13,63	-17,21	3,54	8,54	29,68
	Technopolis	-11,34	-1,34	6,21	30,75	-12,71	13,26	19,08	-0,45	45,93	4,58
	Fès shore	0	-2,28	-1,25	-2,81	0,17	-1,34	-1,27	-0,67	0,09	-0,10
	Agropolis	0	0	-1,72	-1,54	-7,56	-1,26	-7,62	-7,96	-8,29	2,64
	Oued Fès	0	-1,35	-0,09	-4,81	-7,28	-7,34	-5,02	-13,78	-0,15	18,88
	Nemotek Technologies	-16,25	-80,03	-137,25	-244,26	-210,02	-426,94	-35,97	-48,56	-84,57	-29,97
	Total	**197,79**	**-24,16**	**-60,52**	**-62,98**	**-200,52**	**-258,48**	**-136,9**	**-7,86**	**92,65**	**53,08**
	Total pôle	**167,9**	**-24,7**	**-64,27**	**-57,22**	**-163,26**	**-233,12**	**-135,52**	**19,04**	**129,25**	**74,07**

Pôle	Filiale	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aménagement et développement urbain intégré : 4 filiales	jnane saiss	-1,39	-1,84	-3,71	-4,72	-6,94	-5,69	-7,19	-5,95	-57,56	-7,17
	zenata	-0,1	-2,66	-2,15	-5,83	-9,32	303,16	-34,13	-43,36	-4,69	-64,29
	auda	-1,78	-2,89	-4,87	-4,44	-6,46	816,68	-7,47	152,13	187,65	114,66
	sonadac	18,54	-12,53	-20,13	-12,29	-19,02	-147,96	-44,89	-25,77	-40,12	-11,61
	Total	**15,28**	**-19,91**	**-30,86**	**-27,29**	**-41,74**	**966,19**	**93,68**	**77,06**	**85,28**	**31,59**
	Total pôle	**15,28**	**-19,91**	**-30,86**	**-27,29**	**-41,74**	**966,19**	**-93,68**	**77,06**	**85,28**	**31,59**
Bois : 2 filiales et participations	eucaforest	92,56	-1,59	2,49	6,33	30,04	-67,42	0,9	-62,66	-16,24	-14,21
	cellulose du Maroc	-23,51	-60,43	113,12	-23,02	-56,4	-211	-75,33	-114,22	-33,67	-10,56
	Med paper	-5,91	-40,31	-1,73	-1,46	-16,86	-4,1	-9,38	-5,26	-21,99	-
	Total	**63,14**	**-102,33**	**113,88**	**-18,14**	**-43,21**	**-282,51**	**-83,81**	**-182,14**	**-71,91**	**-24,76**
	Total pôle	**63,14**	**-102,33**	**113,88**	**-18,14**	**-43,21**	**-282,51**	**-83,81**	**-182,14**	**-71,91**	**-24,76**
Services aux collectivités : 5 filiales et participations :	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
	Temara 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	**-6,47**	**-2,52**	**-8,93**	**-6,09**	**-4,2**	**-15,93**	**-8,74**	**-13,53**	**-13,47**	**-13,40**
	Total pôle	**-6,47**	**-2,52**	**-8,93**	**-6,09**	**-4,2**	**-15,93**	**-8,74**	**-13,53**	**-13,47**	**-13,40**
Services : 13 filiales et participations : dont	Novec	0	19,47	26,49	32,62	34,4	70,32	23,052	20,88	21,48	14,88
	Dyar Al madina	16,48	15,49	10,28	13,38	4,43	11,88	25,26	12,85	13,74	19,22
	Sothermy	18,9	2,48	2,23	2,43	1,57	1,52	1,36	-0,93	-7,78	-5,42
	Patrilog	0,02	4,98	2,31	3,3	2,65	-4,08	8,32	1,64	0,66	7,93
	RGF	-10,73	-12,08	3,7	-4,22	-6,45	-7,24	-6,75	-7,39	-12,90	-97,40
	HRM	-18,66	-22,36	-11,29	-6,36	0,53	-1,2	0,81	4,51	-2,32	-3,36
	Total	**6,01**	**7,97**	**33,72**	**41,14**	**37,13**	**71,2**	**52,04**	**31,56**	**12,87**	**-64,15**
	Total pôle	**15,53**	**0,04**	**26,74**	**39,16**	**43,98**	**45,6**	**16,16**	**17,88**	**-5,46**	**-76,61**
Tourisme : 7 filiales et participations dont :	Oued chbika	0	-1,76	-3,55	-7,32	-3,94	-5,65	-3,02	-4,66	-8,48	-3,98
	SDS	0	0	0	-2,36	0,91	-19,69	-32,58	-20,84	-23,00	-49,57
	Resort co	-17,68	-79,75	-117,46	-158,86	-95,06	-99,13	-91,72	-108,6	-51,73	1,07
	Total	**-17,68**	**-81,51**	**-121,01**	**-168,54**	**-98,09**	**-124,46**	**-127,31**	**-134,1**	**-83,22**	**-52,48**
	Total pôle	**-66,11**	**-104,33**	**-121,01**	**-169,62**	**-105,63**	**-136,64**	**-148,06**	**-200,27**	**-96,00**	**-171,13**
Coquilles et participations minoritaires : 4 filiales et participations dont :	aiglemer	54,11	-3,11	-3,5	-1,89	-2,02	-2,4	-2,33	-2,08	-2,56	-2,80
	Total	**54,11**	**-3,11**	**-3,5**	**-1,89**	**-2,02**	**-2,4**	**-2,33**	**-2,08**	**-2,56**	**-2,80**
	Total pôle	**50,71**	**-22,33**	**1,94**	**-3,14**	**-2,82**	**-3,33**	**-3,57**	**-5,91**	**-3,39**	**-4,62**

Source : CDG

252. Plusieurs filiales de CDG Développement connaissent des difficultés à créer de la valeur pour le groupe CDG. L'analyse suivante en présente des exemples par domaine d'activité.

3. Aménagement et développement urbain intégré

253. Le pôle « aménagement et développement urbain intégré » comprend notamment 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).

A fin 2017, le tableau suivant retrace l'actionnariat de ces filiales :

Tableau n° 33: Actionnariat des filiales opérant dans le pôle "aménagement et développement urbain intégré"

Sonadac	- CDG Développement : 50% - Fond Hassan II : 25% - Etat marocain : 13% - Ville de Casablanca et la CUC : 5% - CAM : 3% - BCP : 2% - Groupement de communes (Marrakech, Nador et Ouarzazate) : 2%
Auda	- CDG Développement : 100%
Zenata	- CDG Développement : 100%
Jnane Saiss	- CDG Développement : 100%

Source : CDG

254. En ce qui concerne la contribution au RNPG, durant la période 2008 à 2017, cette activité a enregistré des résultats annuels négatifs à l'exception de certaines années suite principalement au chiffre d'affaires réalisé par la filiale « AUDA ». Cette contreperformance est principalement due au cycle de l'aménagement urbain qui nécessite des phases d'étude et de conception longues, suivies des phases d'investissement avant de pouvoir écouler les stocks.

Le tableau suivant illustre la part des filiales relevant de ce pôle dans le RNPG durant la période 2008 à 2017.

Tableau n° 34: Part des filiales du pôle "aménagement et développement urbain intégré" dans RNPG (en M DH)

Sociétés	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sonadac	18,54	-12,53	-20,13	-12,29	-19,02	-147,96	-44,89	-25,77	-40,12	-11,61
Auda	-1,78	-2,89	-4,87	-4,44	-6,46	816,68	-7,47	152,13	187,65	114,66
Zenata	-0,10	-2,66	-2,15	-5,83	-9,32	303,16	-34,13	-43,36	-4,69	-64,29
Jnane Saiss	-1,39	-1,84	-3,71	-4,72	-6,94	-5,69	-7,19	-5,95	-57,56	-7,17
Total	**15,28**	**-19,91**	**-30,86**	**-27,29**	**-41,74**	**966,19**	**-93,68**	**77,06**	**85,28**	**31,59**

Source : CDG

255. A titre d'illustration, l'analyse de certains indicateurs de performance de Sonadac montre que celle-ci éprouve des difficultés à rentabiliser son activité. En effet, cette filiale connaît une situation financière structurellement déficitaire en enregistrant un résultat négatif depuis 2009, puisqu'elle est toujours en phase d'assainissement et de libération du foncier de l'avenue royal qui fera l'objet d'un développement urbain structurant pour la ville de Casablanca.

256. Aussi, Sonadac est surendettée ; le total des dettes représente 3,6 fois ses capitaux propres malgré un effort de recapitalisation entre 2007 et 2012. Ceux-ci ont augmenté de 143%, passant de 60 M DH en 2007, à 147 M DH en 2012. Aussi, la société enregistre à partir de 2009, des rendements négatifs des fonds propres et des actifs investis.

3.1. Filière bois

257. Cette activité comprend la production de bois, la gestion d'actifs forestiers, la fabrication de pâte à papier et la production du papier. Elle comprend trois sociétés détenues par CDG Développement à savoir cellulose du Maroc, spécialisée dans la production de 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, spécialisée dans l'industrie du papier.

258. Cette filière est structurellement déficitaire et détruit de la valeur. Le tableau suivant présente la part de cette filière dans le RNPG de CDG Développement durant la période 2008 à 2017 :

Tableau n° 35: part de la filière "bois" dans RNPG de CDG Développement (en M DH)

	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

259. Acquise par CDG en 2004, elle est détenue à hauteur de 90% par CDG Développement. L'analyse des principaux indicateurs financiers, notamment les résultats d'exploitation et net, a permis de relever que ceux-ci sont en dégradation continue.

260. De 2007 à 2012, les fonds propres et la capacité d'autofinancement de cellulose du Maroc se sont dégradés et ont enregistré une chute de respectivement 73% et 172%. Aussi, les dettes court, moyen et long terme sont 3,5 fois plus importantes que les fonds propres et les prêts de CDG représentent en moyenne 36% des dettes de financement de la société durant cette période. Par ailleurs, la baisse de la marge d'excédent brut d'exploitation (EBE) (EBE/chiffre d'affaires) est le fait d'une hausse des coûts de production, des charges du personnel, et d'autres charges externes (particulièrement transports, commissionnaires et primes d'assurance).

261. Par ailleurs, la société encourt un risque sérieux de continuité d'exploitation du fait des pertes cumulées à fin 2012. Les capitaux propres ne représentent que 13% du capital social au lieu d'un minimum de 25%.

Réponse de CDG

En 2013 et suite aux difficultés financières, d'approvisionnement et des conditions de marché, CDG a entrepris d'arrêter la production de la cellulose du Maroc et d'assainir son bilan (y compris la cession du matériel de production) afin de ne plus générer de déficit financier.

En conséquence de l'arrêt d'activité de l'usine, plusieurs actions ont été menées dans le but d'apurer le passif et réaliser les actifs de la société :

- *traitement et suivi des litiges commerciaux ;*
- *négociation des décotes et paiement des fournisseurs concernés (environ 45 M DH) ;*
- *accord transactionnel signé avec la douane portant sur la résolution du contrôle a posteriori (29,5 M DH) ;*
- *accord signé avec la direction générale des impôts portant sur les exercices 2003-2010 (18 M DH) ;*
- *accord avec le Crédit agricole selon lequel ce dernier a consenti de réduire son engagement de 164 M DH à 115 M DH ;*
- *accord avec Attijariwafa Bank pour le règlement du solde en souffrance (13,7 M DH à 9 M DH) ;*
- *cession de 3 propriétés foncières via appel d'offres public pour une valeur 9 M DH ;*
- *cession du siège de la société au Crédit Agricole pour 19,5 M DH.*

Le management de la cellulose du Maroc continue ses efforts d'apurement de la situation patrimoniale. Depuis 2014, il est en cours de céder les actifs suivants :

- *terrain nu sis au centre de Sidi Yahya évalué à 25 M DH : dépôt de dossier modification du zoning auprès de l'Agence Urbaine pour maximisation de sa valeur ;*
- *foncier de l'usine (156 Ha) évalué à 94 M DH, sera cédé après démantèlement des installations ;*
- *les équipements de l'usine dont la valeur nette comptable au 31 décembre 2017 est 71,3 M DH. Toutefois, vu la faible capacité de l'usine, aucun acteur du marché n'a été intéressé par les équipements de l'unité. Il a été procédé à deux évaluations distinctes des installations pour une vente en ferraille.*

  En février 2015, un premier Appel d'offres était déclaré infructueux suite aux offres reçues très faibles.

  En mai 2015, il a été procédé à la cession des équipements de gré à gré à un consortium marocain pour un prix de 90,1 M DH. Toutefois, en janvier 2016, le contrat de cession a été résilié suite au non-paiement du reliquat de prix (70,1M DH) par le consortium.

  Plusieurs entreprises nationales et internationales ont manifesté leurs intérêts toutefois la principale exigence, à savoir paiement à la signature, ne permet pas de conclure la transaction.

  En février 2018, un deuxième appel d'offres était déclaré infructueux suite à la non-conformité documentaire des offres reçues.

  Depuis mars 2018, CDG a passé à un processus de négociation piloté par le président du conseil d'administration.

  Ces équipements ont été cédés pour un prix de 107 M DH.

- **Fonds Eucaforest**

262. Détenu à 100% par la société Cellulose du Maroc, c'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.

263. L'analyse des principaux indicateurs financiers tels que le résultat net, le rendement des fonds propres et la rentabilité des capitaux investis, de 2005 à 2012, a permis de relever que ceux-ci ne cessent de se dégrader d'année en année. Aussi, bien que le montant des dettes de financement soit passé de 144 M DH en 2005 à 89 M DH en 2012, soit une baisse de 38%, les dettes à court, moyen et long termes sont 2,8 fois plus importantes que les fonds propres.

Réponse de CDG

La société Eucaforest gère 24.000 Ha de forêt d'eucalyptus (dont 82% sont issus de la convention de partenariat cellulose du Maroc et le haut-commissariat des eaux et forêts et lutte contre la désertification). Son activité est fortement dépendante des décisions du HCEFLCD pour la réalisation des adjudications.

Suite à l'arrêt d'activité de cellulose du Maroc, Eucaforest a initié une réflexion autour de nouveaux axes de développement différents de son positionnement actuel qu'elle pourrait approfondir. Cette réflexion s'est matérialisée par une étude du marché.

Les conclusions de cette étude ont été partagées avec le HCEFLCD et se résument comme suit:

- *export : prix non compétitif à cause des coûts élevés du Fret/Transport ;*
- *production panneau MDF : marché très concurrentiel (principalement ibérique) ;*
- *production énergie : projet non rentable en cas de non subventionnement ;*
- *baisse continue de la production nationale en bois d'eucalyptus ;*
- *qualité du bois produit par Eucaforest est prisée par les clients.*

Compte tenu de ce qui précède, les produits forestiers des plantations gérées par Eucaforest ne peuvent qu'être commercialisés sur le marché privé.

En 2017, Eucaforest a réalisé un chiffre d'affaires de 75M DH et a mis sur le marché 158.000 m^3 de bois, ce qui conforte les conclusions de l'étude stratégique en termes d'existence d'une demande importante.

- **Med Paper**

264. Fruit de la fusion absorption entre Papelera et Safripac, Med Paper est une société opérant dans l'industrie du papier, spécialisée dans la fabrication et la transformation du papier pour impression, édition, écriture et emballage (alimentaire et industriel). A fin 2015, CDG Développement détient 36% dans son capital.

265. Med Paper connait une concurrence rude notamment pour les importations massives à coût réduit de la ramette A4 à des prix compétitifs. En 2015, une action antidumping a été menée par Med Paper.

266. L'analyse des principaux indicateurs financiers de 2007 à 2012, a permis de relever que malgré une amélioration du résultat d'exploitation de 2011 et 2012, passant de 4,78 M DH à 11,92 M DH, le résultat net est resté négatif à l'exception de 2008. En outre, la société est relativement endettée dans la mesure où, de 2008 à 2012, les dettes financières courts,

moyens et longs termes sont 2,6 fois plus importantes que les 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 et une trésorerie négative.

Réponse de CDG

A fin 2017, CDG Développement a cédé la totalité de sa participation dans Med Paper.

- **Aiglemer**

267. C'est une société anonyme filiale à 100% de CDG Développement depuis décembre 2008, elle a été rachetée par la Holding dans le cadre de la fusion entre PDT et Safripac au dirham symbolique. Cette société a été rachetée en arrêt d'activité et est toujours en phase d'assainissement juridique et fiscal.

268. Les principaux indicateurs sont négatifs. Les résultats d'exploitation et net sont déficitaires. Ceci a fortement impacté les fonds propres qui présentent une valeur négative depuis 2007 et de ce fait, le capital social est entièrement absorbé par les déficits cumulés. Par ailleurs, la société présente un risque de continuité d'exploitation du fait des pertes cumulées à fin 2012.

269. A travers les analyses ci-dessus, il ressort que cette filière détruit de la valeur plus qu'elle n'en produit.

270. Par ailleurs, 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 désinvestir dans ce secteur d'activité.

Réponse de CDG

En application de l'orientation de la revue stratégique de 2010, l'activité de cellulose du Maroc a été arrêtée en 2013 et la participation de CDG Développement dans Med Paper a été cédée en 2017.

3.2. Sociétés de développement local

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

272. De 2008 à 2017, la contribution des sociétés opérant dans cette activité au RNPG consolidé de CDG Développement est présentée dans le tableau suivant :

Tableau n° 36: Contributions des sociétés de développement local au RNPG de CDG Développement (en M DH)

	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

273. Il ressort que cette activité détruit de la valeur puisque la contribution est structurellement déficitaire. A titre d'illustration, les cas suivants permettent de corroborer ce constat.

- **Casa Développement**

274. Créée en 2008, elle est dédiée au développement de la ville de Casablanca. A travers l'analyse du compte "produits et charges" de cette société, il ressort que celle-ci n'a pu lancer des opérations d'exploitation qu'en 2015. A compter de 2013, la société a démarré son exploitation et a réalisé son premier chiffre d'affaires sur 2015.

- **Avilmar**

275. Créée en 2009 et détenue par la Compagnie générale des parkings et la commune urbaine de Marrakech à hauteur de respectivement 49% et 51%. A travers l'analyse du compte produits et charges, il ressort que la société n'a commencé son exploitation qu'en 2010. L'analyse a permis de faire ressortir que presque tous les indicateurs financiers sont négatifs. La société a réalisé ses premiers bénéfices sur les exercices 2014 et 2015.

- **Témara développement**

276. Créée en 2008 et détenue par la municipalité de Témara et CDG Développement à concurrence respectivement de 51% et 49%. L'analyse a permis de relever que celle-ci n'a pas encore commencé son exploitation et par conséquent, presque tous les indicateurs financiers sont négatifs. Cependant, suite aux élections communales de 2015, des discussions ont été engagées avec le nouveau conseil de la ville en vue du démarrage effectif de l'activité de la société.

- **Compagnie Générale des Parkings (CG Park)**

277. Créée en 2005 et détenue à 100% par CDG Développement, la société a pour objet social l'exploitation et l'organisation du stationnement en voirie ainsi que la construction, le financement et l'exploitation de parkings en ouvrage. L'analyse des états de synthèse de cette société fait ressortir que celle-ci éprouve des difficultés pour rentabiliser son activité. En effet, à travers l'analyse des principaux indicateurs financiers, il ressort qu'ils sont pour la plupart négatifs. La société affiche des résultats d'exploitation et net structurellement déficitaires. Aussi, depuis sa création, la société enregistre un rendement négatif des fonds propres et des capitaux investis.

- **Rabat Parking**

278. Détenue respectivement à concurrence de 49% et de 51% par CG Park et par la commune urbaine de Rabat, celle-ci a pour mission de gérer le stationnement dans la ville de Rabat.

279. L'analyse des principaux indicateurs financiers a permis de relever que la société a réalisé des résultats nets négatifs à l'exception de 2014. De même, à partir de 2010, elle a réalisé des rendements des fonds propres et des capitaux investis négatifs. A fin 2012, l'ensemble des dettes et plus particulièrement les dettes financières représentent respectivement 111% et 56% de ses fonds propres. En 2011, les charges d'intérêts ont absorbé la totalité du résultat d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissement (EBITDA) et 40% en 2012. En 2015, l'activité de la société a été impactée par la décision « de jugement de suppression du sabot », ce qui s'est répercuté négativement sur son chiffre d'affaires.

280. A travers cette analyse, il ressort que cette activité connait des problèmes de gestion et de mise en œuvre des choix stratégiques de CDG en la matière.

3.3. Services

281. L'activité "services" englobe les métiers de l'ingénierie et des services. Certaines sociétés opérant dans ce secteur connaissent des difficultés d'exploitation notamment :

- **Société forestière de CDG (SFCDG)**

282. Créée en 2008, elle est détenue à hauteur de 70% par CDG Développement et à 30% par la société forestière de la CDC (SFCDC), filiale de la caisse des dépôts et consignations de France. Elle a pour objet l'administration et l'exploitation de biens fonciers, forestiers, agricoles et naturels pour le compte de mandants, ainsi que toutes prestations des services se rapportant à cette activité.

283. L'analyse des principaux indicateurs financiers a permis de relever que le résultat d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissement (EBITDA), le résultat d'exploitation et le résultat net de la société sont en dégradation continue. Ces indicateurs ont enregistré des chiffres négatifs en 2012. Aussi, la société recourt de plus en plus à l'endettement qui a connu une augmentation de 230%, passant de presque 3 M DH en 2008 à environ 10 M DH en 2012. L'endettement représente, en moyenne, 73% des fonds propres de la société. A fin 2012, il a représenté 119%. En outre, la société a enregistré un rendement des fonds propres et un rendement des capitaux investis en dégradation. Ces derniers ont enregistré un chiffre négatif en 2012.

284. A signaler que la SFCDG est en arrêt d'activité depuis fin 2014.

- **Norea**

285. Créée en 1961, elle gère plusieurs actifs, notamment des hôtels, des stations balnéaires et des groupements d'habitation. L'analyse des principaux indicateurs financiers a permis de relever que cette société se trouve dans une situation de veille dans la mesure où elle affiche des indicateurs financiers qui sont, pour la plupart, négatifs. En effet, la société dégage une insuffisance brute d'exploitation et un résultat d'exploitation négatif sur toute la période dénotant des difficultés d'exploitation. Elle a dégagé aussi un résultat net négatif à

l'exception des années 2010 et 2012 où la société a enregistré des résultats positifs de respectivement 0,8 M DH et 10 M DH dû à des produits exceptionnels (produits de cession d'immobilisation et des reprises d'exploitation). A compter de 2012, la société a amorcé son repositionnement dans la gestion de projets pour le développement de résidences sénior au Maroc, et son activité a été transférée à Madaef.

286. Opérant dans différents domaines, ces sociétés présentent un risque de continuité d'exploitation dans la mesure où elles ont des situations nettes inférieures à 25% de leur capital social.

4. Tourisme

287. 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, nouvelles destinations touristiques) et d'investir dans des régions émergentes.

288. Dans le cadre de l'accompagnement de cette vision, il a été créé, en mars 2012, le pôle « tourisme et foncier » (PTF) dont la mission repose sur les trois axes suivants :

- alignement sur les benchmark internationaux en matière d'organisation à travers le regroupement de l'ensemble des activités hôtelières au sein d'une société d'investissement touristique (SIT) ;
- spécialisation des structures par métier et regroupement des équipes de gestion et des moyens opérationnels ;
- mise en place d'une méthodologie de pilotage groupe et consolidation des informations au niveau d'un système d'information "propriétaire".

289. L'activité touristique du groupe est portée par CDG-établissement public, certaines filiales de CDG Développement et Madaef. A fin 2017, CDG a consolidé dans sa comptabilité 37 filiales et participations dont 29 sont détenues à plus de 50%.

290. De 2008 à 2017, l'activité touristique enregistre des résultats négatifs et une participation structurellement négative au RNPG du groupe CDG. Le tableau suivant illustre ce constat :

Tableau n° 37: Contribution de l'activité "tourisme" au RNPG de CDG (en M DH)

	Palier	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
hôtel Paradise	CDG	-3,32	-8,33	-28,13	-6,96	-7,99	-10,46	31,98	-35,82	-8,43	-44,54
hôtel Wafa	CDG	0,49	-1,46	-7,65	-2,14	-4,82	-3,45	-1,90	-7,27	-4,24	-86,79
Le Lido	CDG	-4,02	-25,49	-14,60	-18,55	-13,93	-8,09	-22,06	-6,82	-7,57	-42,40
Tichka	CDG	0,00	0,00	4,89	-4,62	-4,84	-25,11	-4,99	-9,22	-30,90	-10,46
Erfoud	CDG	0,00	0,00	-21,74	-2,51	-3,00	-5,14	-1,24	-4,38	-31,73	-3,32
Sitzag	CDG	0,00	0,00	-1,58	-3,38	-2,64	-3,36	-4,92	-14,85	-31,36	-2,24
Mahdsalam	CDG	0,00	0,00	-25,00	-0,09	-0,14	1,17	1,46	-3,66	-32,29	-8,01
Madaef	CDG	28,56	-22,38	-59,25	-32,81	-52,12	-59,35	-103,59	-80,47	-104,09	-57,41
SIM	CDG	19,33	-22,69	2,44	44,42	4,12	34,76	21,62	14,34	42,64	0,00
Sai M'diq	CDG	2,12	-4,79	-4,78	-62,75	-6,64	3,14	10,26	-4,46	-4,94	-3,25
SDRT	CDG	0,00	-0,06	-0,97	-3,45	-4,67	-10,23	-11,57	-10,90	-47,57	5,83

	Palier	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
New Marina	CDG	0,00	-2,05	-4,09	-9,61	-7,66	-7,48	-24,70	-4,74	-9,52	-5,28
Med Resort	CDG	0,00	-0,79	-31,34	-16,97	-27,20	-24,79	-54,93	-12,38	-7,46	-10,60
SMVK	CDG	0,00	0,00	0,00	-1,51	-0,55	-0,73	-0,83	-0,41	-1,17	-1,58
SHON	CDG	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,05	-3,95	-4,42	-44,74	-90,02
SDRM	CDG	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,06	-3,02	-8,95	-69,13	-73,94
SDHNB	CDG	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,44	-5,97	-13,19	-106,98	-159,93
Sothermy	CDGDEV	18,90	2,48	2,23	2,43	1,57	1,52	1,36	-0,93	-7,78	-5,42
Oued Chbika	CDGDEV	0,00	-1,76	-3,55	-7,32	-3,94	-5,65	-3,02	-4,66	-8,48	-3,98
SDS	CDGDEV	0,00	0,00	0,00	-2,36	0,91	-19,69	-32,58	-20,84	-23,00	-49,57
SAPST	CDGDEV	0,00	0,00	0,00	-1,07	-3,16	-8,93	-8,92	-38,60	-2,88	-3,99
Chbika Rive	CDGDEV	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,45	-0,70	0,05	0,00	0,08	0,27
Total secteur touristique		**62,05**	**-87,34**	**-193,11**	**-129,22**	**-137,16**	**-153,12**	**-221,47**	**-272,63**	**-541,54**	**-656,63**
RNPG du groupe CDG		**1 652,41**	**732,59**	**1 914,16**	**801,15**	**975,77**	**964,39**	**682,32**	**755,49**	**672,14**	**86,53**
Part secteur touristique %		**3,76%**	**-11,92%**	**-10,09%**	**-16,13%**	**-14,06%**	**-15,88%**	**-32,46%**	**-36,09%**	**-80,57%**	**-758,88%**

Source : CDG

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

4.1. Performance de l'activité "tourisme"

292. En l'absence d'une vision claire en matière de stratégie et de gouvernance de cette activité, il a été relevé une faible rentabilité des investissements importants engagés. L'analyse des états financiers d'un échantillon de 10 entités[21] 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 de continuité d'exploitation.

293. Ainsi, les entités ont affiché des résultats nets déficitaires, ce qui a généré des pertes cumulées importantes et une capacité d'autofinancement négative et a grevé significativement les capitaux propres.

294. De même, les capitaux investis n'ont pas été couverts par des ressources stables dénotant une situation financière déséquilibrée.

295. En outre, les sociétés objet d'analyse sont endettées. 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 de distribuer des dividendes. D'ailleurs, aucune distribution de dividendes n'a eu lieu par ces sociétés pendant la période analysée.

296. Par ailleurs, plusieurs entités ont enregistré une trésorerie nette[22] négative montrant que le besoin de financement global est de plus en plus important.

297. Depuis l'acquisition des hôtels auprès du CIH, CDG a entamé une action de redressement de leur situation sur les plans foncier, juridique, fiscal et social.

[21] Madaef, Hôtel Mamounia, SHRA, Norea, Resort CO, SAI M'diq, SIM, HRM, SHN, Hôtels Mahd Salam.
[22] Trésorerie nette : trésorerie actif –trésorerie passif

298. CDG rencontre des difficultés à rentabiliser ces hôtels malgré les actions de redressement menées et le financement important engagé sous forme de prêts (19 prêts octroyés pour un montant total de 211 M DH). Ils ont enregistré des indicateurs financiers négatifs notamment des insuffisances brutes d'exploitation, des résultats d'exploitation et des résultats nets négatifs. Aussi, elles ont enregistré des rendements des fonds propres et des capitaux investis négatifs.

299. Concernant les sociétés hôtelières ex-CIH, le montant des prêts qui leur a été octroyé en 2011 s'élève à 169 M DH et correspond à une reprise des avances en compte courant lors de l'opération d'acquisition. En 2012, le montant des prêts s'élève à 34 M DH, utilisé pour démarrer l'opération d'assainissement. Ces prêts ont servi à assainir la situation née de difficultés antérieures à la reprise de ces actifs par CDG.

Le tableau suivant présente les principaux indicateurs de performance de 2016 et 2017.

Tableau n° 38: Principaux indicateurs de performance de l'activité "tourisme"

Société	Lido		Paradise		Wafa Hôtel		Sitzag		Tichka		Iter	
Indicateurs	**2016**	**2017**	**2016**	**2017**	**2016**	**2017**	**2016**	**2017**	**2016**	**2017**	**2016**	**2017**
Résultat d'exploitation	-8,39	-5,70	-8,55	-9,05	-2,26	-3,38	-3,23	-2,79	-5,86	-6,31	-4,54	-3,02
Résultat net	-13,67	-10,48	-9,44	-9,99	-4,60	-5,42	-3,65	-3,27	-7,19	-7,69	-6,16	-4,22
Total des dettes	217,66	223,95	79,53	90,72	86,18	89,08	48,99	56,22	69,79	79,16	83,22	93,64
ROA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Source : CDG

300. Il ressort que ces sociétés ont enregistré des résultats nets et d'exploitation négatifs. A fin 2017, elles ont enregistré un rendement des capitaux investis nul. Ces sociétés sont surendettées. A titre d'illustration, en 2012, le total des dettes représente 120% du total bilan contre 109% en 2011.

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

302. Le tableau suivant présente les pertes cumulées, la capacité d'autofinancement (CAF), l'autofinancement (AF) et le taux de rentabilité interne (TRI) projetés pour la période 2013 à 2020.

Tableau n° 39: Principaux indicateurs financiers projetés d'ici 2020 des hôtels acquis par CDG auprès du CIH

Société	Actif hôtelier	Pertes cumulées (en M DH)	CAF (en M DH)	AF (en M DH)	TRI
Lido	Hôtel Riad Salam Casa	35,6	305,3	305,3	-2,6%
Paradise	Hôtel Tichka Marrakech	-27,4	115,4	115,4	-7,1%
Wafa Hôtel	Hôtel Semiramis	12,8	134,4	134,4	-6,4%
Sitzag	Hôtel Salam Zagora	-20,8	-4,8	-4,8	ND *
Tichka	Riad Salam & Tichka Ouarzazate	-42,4	-7,5	-7,5	ND
Iter	Hôtel Salam Erfoud	-28,0	-6,0	-6,0	ND
Total		-70,2	536,7	536,7	

Source : CDG (*) : non disponible

303. Il en résulte que ces six sociétés détruisent de la valeur et les perspectives de leur évolution montrent les difficultés de rentabiliser cette activité.

Réponse de CDG

La majeure partie des dettes consistent en des avances en comptes courants octroyées par CDG à ses filiales directes ou indirectes. A cet égard, un travail de calibrage de la structure cible du passif des sociétés concernées a été finalisé et validé en 2016.

La 1ère phase de mise en œuvre de ces structures cibles a été exécutée (au niveau de Madaef). Les autres phases de mise en œuvre sont principalement liées au processus de regroupement des entités juridiques et ce, pour des considérations d'ordre fiscal. Il est précisé que la mise en œuvre de ce chantier de fusions est entamée (avec l'exécution de la fusion entre Madaef et SIM en 2017) et qu'elle se poursuivra sur les années 2018 et 2019, de sorte que les structures de passif de cibles soient mises en place à l'horizon 2019.

Le taux d'endettement des hôtels acquis par CDG auprès du CIH intègre en grande partie les avances en comptes courants détenus par CDG. Cette problématique devrait être résolue au travers de la mise en œuvre du plan d'action décrit ci-haut.

Le redressement de la situation de ces sociétés sur les plans juridique, comptable, fiscal et foncier a connu une accélération entre 2016 et 2017 et est en cours de mise en œuvre (et en cours de finalisation pour les aspects comptables, juridique, etc.).

4.2. Stratégie d'investissement

304. Pour la mise en œuvre de sa vision, des investissements importants ont été engagés dans le secteur touristique, représentant 26% du total des investissements programmés sur la période 2011 à 2015, soit un montant de 9.955 M DH dont 7.159 M DH ont été réalisés. Sur la période du plan stratégique 2018 à 2022, les investissements prévus sont de 6.542 M DH.

305. Sur les 14 MM DH correspondant aux investissements relatifs aux projets d'aménagement des deux stations touristiques, Saidia et Taghazout, la quotepart de CDG s'élève à 8,3 MM DH. Le reste, soit 5,7 MM DH, est réservé à la réalisation et la rénovation de 12 hôtels (hors stations) à l'horizon 2022.

306. A fin 2017, le nombre d'actifs en exploitation est de 26, dont 13 gérés par HRM, soit 50% des unités.

307. 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 termes d'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.

308. 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 de réalisation importants notamment Saidia et Taghazout.

309. De même, la position de CDG au niveau du développement hôtelier est inadaptée du fait de la multiplicité du positionnement des projets dans des localisations non matures à faible potentiel de développement. Il s'agit à titre d'exemple des actifs suivants (Mohammed V

Al Hoceima, Souani Al Hoceima, rif Nador, Quemado Al Hoceima, Karabo, Riad et Tichka Salam Ouarzazate, Zat Ouarzazate, Riad Salam Zagora, Riad Salam Erfoud, Ouzoud Beni Mellal, Moulay Yacoub, Sidi Harazem, les Omayades Agadir et kasbahs).

310. De plus, le patrimoine en exploitation comporte plusieurs unités hôtelières de petite taille, c'est-à-dire disposant de relativement peu de chambres (la taille critique considérée est de 100 chambres, c'est-à-dire 200 lits par hôtel). Ce qui risque de limiter les retours sur investissements escomptés. Il s'agit en l'occurrence des hôtels suivants : hôtel Mohamed V (42 lits), Karabo (50 lits), Ouzoud (116 lits), le ZAT (116 lits), Riad Salam Ouarzazate (124 lits), Sidi Harazem (124 lits), Souani (180 lits), Tichka Salam Ouarzazate (196 lits), Quemado (200 lits).

311. Il est à noter que l'étude réalisée en 2011 par un cabinet conseil a préconisé le désengagement progressif de l'activité de gestion hôtelière par HRM de certaines unités hôtelières, à l'occasion notamment des opérations de rénovation (cas des hôtels rénovés : Quemado, Rif, Jnane Fès et des nouveaux développements : Souani, Sofitel, Banyan Tree, etc.).

Réponse de CDG

Une partie significative des investissements récents du groupe dans le secteur touristique se concentre effectivement sur des actifs situés dans des zones émergentes et ce, dans un objectif global de dynamisation territoriale. La réalisation de ces investissements vient en additionalité par rapport à des investissements réalisés sur d'autres secteurs d'activité et vise précisément à permettre d'encourager une dynamique d'investissement du secteur privé.

Dans le cadre de son plan stratégique 2018-2022, CDG a remédié à un certain nombre de ces problématiques. En effet, il est prévu que :

- *le portefeuille non stratégique d'actifs hôteliers doit être cédé, ainsi que les participations minoritaires dans certaines stations ;*
- *CDG devrait, à l'occasion de ces cessions, sortir du métier d'exploitation hôtelière ;*
- *une révision des accords conclus entre CDG et l'Etat en ce qui concerne la station de Saidia, et ce dans le but d'axer l'intervention de CDG sur l'émergence de la station plutôt que la simple construction de capacité hôtelière.*

Un projet de cession des actifs non stratégiques est en cours de mise en œuvre par Madaef. Dans ce cadre, celle-ci a :

- *arrêté, en concertation avec les instances de gouvernance, la liste des actifs entrant dans le cadre de ce projet de cession ;*
- *présenté la démarche de cession à son conseil d'administration ;*
- *lancé un appel d'offres dans le but de sélectionner des brokers pour l'accompagner dans ce projet de cessions.*

4.3. Positionnement du groupe CDG dans les activités touristiques

312. Plusieurs entités du groupe CDG interviennent sur toute la chaîne de valeur touristique individuellement et sans coordination en termes de stratégie, de conception, de négociation et de mutualisation des moyens. Ainsi, il a été relevé la présence de plusieurs entités sur le

même maillon de la chaine de valeur (gestion des investissements, gestion de fonds, gestion de projets, gestion des actifs et gestion hôtelière). Il s'agit des cas suivants :

- gestion des investissements : CDG, Foncière Chellah, CKRE, Corporate Finance, new marina Casablanca, CDG Développement, CGI, stations touristiques, Sothermy et Norea ;
- gestion de fonds : CDG, CKRE, stations touristiques ;
- gestion de projet : foncière Chellah, CKRE, New Marina Casablanca, CGI, stations touristiques, Sothermy, Norea et HRM ;
- gestion des actifs : CKRE, CGI, stations touristiques ;
- gestion hôtelière : Sothermy, Norea et HRM.

313. De même, il a été relevé la présence de plusieurs filiales sur plusieurs maillons de la chaine de valeur (gestion des investissements, gestion de fonds, gestion de projet, gestion des actifs et gestion hôtelière), il s'agit des cas suivants :

- CDG : Gestion des investissements et gestion de fonds ;
- Foncière Chellah : gestion des investissements et gestion de projet ;
- CKRE : gestion des investissements, gestion de fonds, gestion de projet et gestion des actifs ;
- New Maria Casablanca : gestion des investissements et gestion de projet ;
- CGI : gestion des investissements, gestion de projet, gestion des actifs et gestion hôtelière ;
- Stations touristiques : gestion des investissements, gestion de fonds, gestion de projet et gestion des actifs ;
- Sothermy et Norea : gestion des investissements, gestion de projet et gestion hôtelière ;
- HRM : gestion de projet et gestion hôtelière.

314. Ainsi, il a été constaté que le positionnement sur la chaîne de valeur ne découle pas de vision stratégique partagée par les entités intervenant dans le secteur du tourisme. En effet, CDG n'a pas défini, au préalable, modèle approprié d'intervention précisant, les maillons cibles, les catégories d'actifs, la définition du périmètre des filiales et de la validation.

315. De même, la présence éclatée du groupe CDG sur toute la chaine de valeur et parfois sur le même composant crée une redondance importante 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.

316. Le positionnement du groupe CDG sur la chaine de valeur touristique ne permet pas d'optimiser l'intervention, de maximiser son impact et donc la création de la valeur pour le groupe.

Réponse de CDG

De 2015 à 2018, le dispositif de pilotage et de gestion des activités touristiques a connu des évolutions significatives, permettant de répondre de manière effective aux problématiques de redondance, de lisibilité et de synergies :

- *en 2015, il a été procédé au regroupement des équipes de gestion de CDG Capital Real Estate, de NMC et de SDRT au sein de Madaef. Celle-ci joue à présent le rôle de société de gestion unique vis-à-vis des différentes structures porteuses d'actifs touristiques (SHN et filiales, SDRT, NMC, sociétés ex CIH) pour ce qui concerne les fonctions dévolues au propriétaire (Asset management, Project management et support).*
- *en 2016 et 2017, un projet de regroupement de certaines entités juridiques opérant dans le secteur touristique a été décidé, à travers la réalisation de fusion. La 1ère opération de fusion Madaef avec SIM a eu lieu en 2017.*
- *en 2018, la branche touristique a été mise en œuvre, en tant que structure managériale ayant pour rôle de piloter les sociétés opérant dans le secteur touristique. A terme, il est envisagé le rattachement capitalistique de l'ensemble de ces sociétés à Madaef ainsi que le regroupement des expertises touristiques (asset management et project management).*

Concernant les sociétés opérant dans les métiers de gestion du foncier, le principe de centralisation de l'expertise foncière au sein d'une structure unique a également été validé.

4.4. Complexité et multiplicité des intervenants

317. 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 Mamounia, le fonds d'investissement touristique Madaef, SIM et les actifs hôteliers suivants : Jnan Fès, Moulay Yacoub, Sidi Harazem, Ouzoud et ZAT.

318. Pour l'accompagnement des pouvoirs publics dans le secteur touristique, CDG Développement a pris des participations dans trois stations balnéaires (Saidia, Mazagan, Taghazout) et dans le projet touristique Oued Chbika.

319. Le tableau suivant présente les sociétés porteuses des stations et la part de CDG Développement dans chaque société.

Tableau n° 40: Part de CDG dans le capital des sociétés porteuses de certaines stations

Société	% du capital fin 2012	Date de création
Ressort Co[23]	42,6	2005
Oued Chbika développement[24]	35	juillet 2008
Chbika rive hôtel	35	avril 2012
SAPST[25]	35	décembre 2010
Société de développement de la station Saidia	66	septembre 2011

Source : CDG

320. 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".

[23] Société porteuse du projet de la station Mazagan
[24] Société créée par la société égyptienne Orascom pour le développement touristique du site de Chbika à Tan-Tan
[25] Société d'aménagement et de développement de la station touristique Taghazout

321. Pour sa part, CDG a procédé, en 2011, à l'acquisition de sept actifs hôteliers[26] du CIH pour un montant de 725 M DH. Cette acquisition s'inscrit dans le cadre de la restructuration du CIH. 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.

322. CDG a poursuivi son développement en investissant dans plusieurs projets touristiques à travers la filiale Madaef. En 2010, à travers la société « new marina Casablanca », en 2013 à travers la Société Hôtelière de Rabat créée en 2013 ainsi que la prise de participation dans le capital des sociétés club Med, la société de développement de résidences touristiques (SDRT) et la société immobilière de la mer (SIM).

323. En termes d'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 plusieurs niveaux hiérarchiques en l'absence de liens hiérarchiques clairs.

324. Cette situation crée une forte complexité opérationnelle et rend difficile la délimitation de cette activité touristique et dilue la responsabilité entre les entités en l'absence de 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.

325. 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 d'un côté entre les actifs hôteliers dans l'élaboration des critères de sélection des gestionnaires, au niveau de la mutualisation des fonctions de support, des coûts opérationnels, de la mise en place de contrats-cadres relatifs aux aspects financiers, opérationnels et/ou techniques. De l'autre côté, entre les entités du groupe dans la mutualisation des expertises et des ressources qualifiées, du fait notamment de la taille réduite des entités.

326. Il est à noter qu'une réorganisation des entités touristiques au sein d'une holding d'investissement est en cours de mise en place. Ainsi, une feuille de route de Tourisme a été présentée en octobre 2013 à la direction générale de CDG qui s'articule autour des principaux axes d'intervention suivants :

- la restructuration du portefeuille hôtelier, à travers la cession ou le repositionnement des actifs ;
- la limitation des engagements financiers du groupe dans le secteur, concernant notamment les composantes hôtelières des stations touristiques ;
- la réorganisation du schéma d'intervention dans le cadre d'une consolidation de l'ensemble des activités au sein d'une même société d'investissement.

327. En mars 2014, une proposition de réorganisation de la structure de gestion des activités touristiques du groupe et un schéma directeur pour son pilotage, dont le principe a été acté par le comité stratégie groupe, se basant sur les aspects suivants :

- un diagnostic de l'organisation actuelle : un portefeuille hétéroclite, des engagements financiers importants, une faible rentabilité ;
- des benchmarks internationaux en matière de structure de gestion ;
- la proposition de réorganisation de la structure de gestion des activités touristiques ;

[26] Omayades, Lido, Paradise, Wafahotel, Tichka, Sitzag et Iter.

- les impacts opérationnels et financiers correspondants (réduction des effectifs, de la masse salariale et des budgets de fonctionnement) ;
- le planning de mise en œuvre de la nouvelle organisation ;
- le pilotage des activités touristiques.

328. Suite à la demande du comité « stratégie groupe », le comité de pilotage a tenu une réunion en avril 2014 pour le lancement du projet de réorganisation et présentation des périmètres respectifs des différentes lignes de métiers de la nouvelle organisation. De même qu'une consultation fiscale a été lancée en mai 2014 pour étudier les schémas de transfert des actifs et des sociétés vers la nouvelle structure de gestion et le chiffrage des impacts fiscaux associés.

Réponse de CDG

Le regroupement des équipes de CDG Capital Real Estate, de NMC et de SDRT au sein de Madaef réalisé en 2015 ainsi que le projet de regroupement des entités juridiques initié en 2018 apportent une 1ère réponse allant dans le sens de la simplification opérationnelle et de la mutualisation des ressources opérationnelles.

En outre, le nouveau dispositif de pilotage groupe permet de délimiter les rôles et responsabilités entre CDG et la branche sur l'ensemble des processus à travers notamment la normalisation des instances de gouvernance, la définition de leurs périmètres et leur fréquence ainsi que la définition des responsabilités de la branche vis-à-vis de CDG et des sociétés opérant dans le secteur.

En complément, ledit dispositif établit clairement la relation entre la branche et les sociétés concernées, dont il précise notamment la participation aux instances de gouvernance. La clarification de cette relation est de nature à permettre un pilotage effectif par la branche des sociétés opérationnelles.

En termes de capitalisation sur les expertises, un référentiel métier groupe des processus asset management, project management hôtelier et gestion du foncier a été défini en 2017 et ce, dans un objectif d'alignement sur les meilleures pratiques nationales et internationales. Une démarche qualité groupe a également été initiée pour ces 3 métiers précités.

Depuis la mise en œuvre effective de la branche tourisme, plusieurs chantiers de synergies sont en cours de déploiement et concernent notamment :

- *achats des actifs en exploitation (création d'une centrale de référencement des achats/fournisseurs) ;*
- *ressources humaines des actifs en exploitation (politique RH, mutualisation des ressources humaines/formations, etc.) ;*
- *capitalisation sur les expertises en asset et project management (phase de déploiement du référentiel métier et de la démarche qualité définis) ;*
- *systèmes d'information (recherche de synergies et de pistes de mutualisation des systèmes d'information au sein de la filière touristique).*

4.5.Pilotage des activités touristiques

329. L'activité touristique du groupe CDG a connu une évolution importante en termes de filiales créées ou des fonds investis. Or, les outils de pilotage, de suivi et de coordination n'ont pas suivi bien que certaines filiales affichent des problèmes de continuité d'exploitation mentionnée de façon récurrente dans les rapports des commissaires aux comptes depuis 2008. A titre d'illustration, les filiales suivantes peuvent être citées : SAI M'diq, Resort Co, société hôtelière de Nador, etc.

330. Ainsi, il a été relevé l'absence d'un référentiel permettant de suivre la gestion d'exploitation et le développement de portefeuille d'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 performance opérationnelle, etc.), du risque (exposition risque ou solvabilité) et indicateurs qualitatifs (priorités stratégiques et projets phares).

331. De même, il a été constaté la quasi absence du pôle « foncier et tourisme » dans les instances de gouvernance des filiales touristiques. Ainsi, sur 26 filiales opérant dans l'activité touristique, le pôle assure sa présence dans le conseil d'administration de 13 filiales, dans le comité d'investissement de deux filiales et dans un des deux comités d'audit, celui de la filiale HRM. De même, il n'intervient ni dans la conception ni dans la validation des revues des affaires (business review) des filiales opérant dans le tourisme.

332. En l'absence d'un suivi approprié des investissements des filiales touristiques optimisant le couple rendement/risque, 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, risques de gestion, risques d'image, etc.).

333. En outre, en l'absence de la 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 de synergies entre différents actifs hôteliers et touristiques. Aussi, il est pénible de constituer une base d'informations pour arrêter une stratégie optimale sur la base d'objectifs clairs et chiffrés, établis dans le cadre d'une vision consolidée de l'activité touristique.

334. En mars 2012, CDG a créé au sein du pôle « foncier et tourisme » une direction dédiée au pilotage des activités touristiques et foncières. Cette structure a pour mission la coordination de l'ensemble des travaux des filiales à vocation touristique et l'optimisation des différentes activités de la chaîne de valeur.

Réponse de CDG

En 2014, un reporting pilotage des activités touristiques a été mis en place suivant quatre axes de pilotage : développement, maximisation des revenus, efficacité opérationnelle, financier permettant le suivi, la consolidation et l'analyse des indicateurs de développement, d'exploitation et financiers des actifs touristiques du groupe.

Par ailleurs, le dispositif de pilotage groupe a instauré, en 2018, quatre business reviews trimestrielles (dont une budgétaire) qui seront l'occasion pour la branche de challenger les filiales qui relèvent de son périmètre sur leurs réalisations et performances ainsi qu'une strategic review annuelle.

En 2017, CDG a mis en place un nouveau modèle de pilotage du métier tourisme. Ce nouveau modèle consiste en la mise en place d'une branche tourisme qui regroupe les activités hôtelières, les stations touristiques, les participations touristiques et les activités d'exploitation touristique. Ce mode de pilotage permet d'unifier, de mettre en cohérence et de créer des synergies sur les différents maillons de la chaîne de valeur.

5. Logement économique et social

335. 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 et intervient aussi bien dans le résidentiel et le tertiaire. Elle intervient également dans le développement du logement économique et social à travers sa filiale Diyar al mansour.

336. CDG intervient aussi dans ce domaine à travers une participation de 50% dans le capital de la société Immolog. Créée en partenariat avec le groupe addoha en octobre 2005, Immolog est une société d'un capital social de 550 M DH détenue conjointement par Douja promotion groupe Addoha et la CGI. Elle est spécialisée dans la promotion et la réalisation de projets immobiliers économiques et intermédiaires

337. La participation de ces deux filiales au RNPG est présentée dans le tableau suivant :

Tableau n° 41: Participation de DAM et Immolog dans le RNPG de CDG (en K DH)

En KDH	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
DAM	7 199	2 529	-3 111	5 713	584	57 698	60 600	29 213	-68 732	-180 827
Immolog	88 442	36 292	81 942	78 950	44 918	13 737	36 400	56 072	4 574	29 299
RNPG	1 652 412	732 589	1 914 157	801 152	975 773	964 392	682 317	755 487	672 144	86 526
Part de DAM	0,44%	0,35%	-0,16%	0,71%	0,06%	5,98%	8,88%	3,87%	-10,23%	-208,98%
Part d'Immolog	5,35%	4,95%	4,28%	9,85%	4,60%	1,42%	5,33%	7,42%	0,68%	33,86%

Source : CDG

338. Il ressort que la participation de DAM dans le RNPG de CDG est fluctuante. Sa contribution est devenue négative en 2016 et s'est accentuée en 2017 avec -209%. S'agissant d'Immolg, sa participation est positive et s'est améliorée en 2017 en enregistrant 34%.

339. De 2007 à 2017, les dividendes remontés par Immolog et DAM à CGI sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau n° 42: Dividendes remontés par DAM et Immolog (en M DH)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Immolog	-	-	200	50	100	50	50	-	0	0	0
DAM	0	0	0	0	0	0	0	27	27	0	0

Source : CDG

340. Concernant DAM, le tableau suivant présente, de 2006 à 2017, le montant des dividendes réalisées et ceux remontés à CDG Développement et à CGI ou convertis en comptes courants d'associés :

Tableau n° 43: Dividendes réalisés et ceux remontés par DAM (en M DH)

Année	Montant des dividendes	Dividendes payés	Conversion des comptes courants en capital	Observations
2006	18,9	-	18,9	18,90 ont été convertis en augmentation de capital en 2006
2007	22	22	-	Versés à CDG Développement
2008	10,62	-	-	-
2009	-	10,62	-	Versés à CDG Développement
2014	26,54	26,54	-	Versés à CGI
2015	27	27	-	Versés à CGI
2016	0	0	0	
2017	0	0	0	
Total	**105,06**	**86,16**	**18,9**	

Source : CDG

341. La principale activité dans ce segment est entreprise par DAM. Depuis sa création, elle a changé de positionnement comme illustré dans le tableau suivant :

Tableau n° 44: Activité "positionnement" de DAM

Année	Dénomination	Positionnement
1968	Création de Ksar Essouk motel (projet à Errachidia)	-
2002	Changement de nom (société d'aménagement El Kora)	relogement moyen standing
2005	Changement de nom (DAM)	logement Social, relogement (Moyen standing)
2007	Filialisation par la C.G.I	-
2010	DAM	logement social, économique et relogement
2014	DAM	logement social et moyen standing accessible

Source : CDG-retraitement Cour des comptes

342. La filiale DAM est considérée comme un promoteur immobilier qui réalise et commercialise des logements accessibles dans différents segments à savoir le social, l'économique, le moyen standing accessible et les lots.

343. Depuis 2010, DAM s'est lancée dans la promotion immobilière en faisant recours à l'assiette foncière mobilisée par le groupe CDG. En 2012, DAM a commencé à acquérir des terrains situés dans les villes nouvelles notamment Tamesna et Zenata. A partir de 2013 et vu la rareté du foncier public, DAM s'est tournée vers le privé pour se constituer une réserve.

344. Depuis sa création, DAM a lancé et réalisé des investissements dont la consistance est présentée dans le tableau suivant :

Tableau n° 45: Investissement réalisé par DAM (en M DH)

Année	Relogement	Moyen standing accessible	Promotionnel	Social	Lotissement	Total général
2002	46,1	-	-	-	-	46,1
2003	50,26	-	-	-	-	50,26
2004	135,33	-	-	-	-	135,33
2005	194,1	-	-	-	-	194,1
2006	180,07	-	-	-	-	180,07
2007	289,87	115,73	-	-	-	405,6
2008	439,78	4,33	64,12	6,5	160,1	674,84
2009	10,19	1,8	0,9	209, 67	59,78	374,01
2010	83,62	21,25	1,34	15,95	7,43	129,59
2011	275,66	103,61	2,29	240,09	2,09	623,73
2012	86,36	68,62	1,07	553,6	0,36	710,01
2013	85,87	30,82	0,72	425,1	0,03	542,54
2014	44,16	99,64	2,00	470,00	-	615,81
2015	89,16	11,68	5,63	290,91	-	397,39
2016	73,76	19,90	25,33	114,10	-	233,09
2017	33,36	0,57	43,85	71,43	-	149,21

Source : CDG

345. Il ressort que les investissements ont connu un taux de croissance annuel moyen de 8% durant la période 2002 à 2017.

346. A partir de 2009, DAM a entamé un revirement dans sa stratégie en investissant dans d'autres segments à savoir le promotionnel et le social. Ce dernier s'est accaparé à fin 2017 environ 48% des investissements réalisés durant cette année.

347. Pour financer son activité, DAM a fait recours à la conversion des comptes courants d'associés en augmentation de capital comme illustré dans le tableau suivant :

Tableau n° 46: Conversion des comptes courants d'associés en capital par DAM (en M DH)

Année	Avances en comptes courants	Conversion CCA en augmentation de capital	Observations
2009	30	-	-
2010	300	323,84	Les avances en CC de 2009 et 2010 ont été converties en augmentation de capital à hauteur de 323 840 600 DH
2012	87,45	-	-
2013	24,66	-	-
2014	216,1	-	-
2015	-	100	Augmentation de capital décidée en 2014
2016	27,244	0	
2017	28,5	0	
Total	**713,954**	**423,84**	

Source : CDG

348. Elle a également fait recours à l'emprunt auprès de CDG Capital comme illustré dans le tableau suivant :

Tableau n° 47: Emprunt contracté par DAM auprès de CDG (en M DH)

Année	Nature	Montant de l'autorisation
2005	Prêt	42
2006	Découvert Al Kora	75
2012	Spot	50
2013		0
2014		0
2015	Prêt	100
2016	Prêt	120
2017	Prêt	177
Total		**564**

Source : CDG

349. En ce qui concerne les performances financières, le tableau suivant présente les principaux indicateurs :

Tableau n° 48: Principaux indicateurs financiers de DAM (en M DH)

En M DH	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Résultat d'exploitation	15,71	9,78	8,67	7,13	8,38	6,29	72,22	69,32	31,09	-57,55	-51,09
Résultat net	15,2	12,18	1,48	8,91	4,95	3,77	69,86	71,69	27,15	-81,14	-194,1
Rendement des capitaux	12%	10%	1%	8%	1%	1%	13%	13%	4%	-14%	-50%
Rendement des actifs	2%	1%	0,14%	1%	0,32%	0,16%	2,57%	2,59%	1,01%	-3,31%	-8,45%
Dettes /fonds propres	389%	561%	596%	693%	227%	346%	363%	177%	143%	162%	256%

Source : CDG - retraitement Cour des comptes

350. Il ressort qu'à partir de 2016, DAM commence à connaitre des difficultés. Tous les indicateurs figurant dans le tableau ci-haut sont négatifs.

351. Le résultat net enregistré en 2013 est dû à l'augmentation du chiffre d'affaires à 603,5 M DH contre 175,2 M DH à fin 2012, due à son tour principalement aux livraisons des logements sociaux à 250.000 DH pour les projets de Tamesna, El Jadida et Khémisset. Le chiffre d'affaires réalisé durant 2013 a connu une évolution de 245% par rapport à 2012.

Recommandations

- ***Concernant la gouvernance :***

La Cour des comptes 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, renforcer le dispositif de contrôle interne et mettre en place un dispositif de gestion des risques à l'échelle de tout le groupe.*

- ***Concernant la stratégie et le pilotage :***

La Cour des comptes recommande à CDG de :

- *assortir ses choix stratégiques par des plans opérationnels réalisables selon des plannings 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 :***

La Cour des comptes recommande à CDG de :

- *mettre les filiales et participations non autorisées en conformité avec les dispositions de la loi n°39-89 et de l'arrêté du ministre des finances du 1er 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 sont délivrées.

- ***Concernant la gestion des participations directes***

La Cour des comptes recommande à CDG de :

- *formaliser des règles encadrant la gestion du portefeuille des participations directes en termes de concentration des investissements, d'exposition par secteur et par contrepartie ;*
- *réviser 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 les participations qui ne remontent pas de dividendes.*

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

La Cour des comptes 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 couple rendement/risque 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.*

- ***Concernant la gestion de trésorerie :***

La Cour des comptes recommande à CDG de :

- *adopter une stratégie formalisée de gestion de trésorerie ;*
- *formaliser des règles pour encadrer les opérations de nivellement des comptes entre les comptes TGR et le compte central de règlement à Bank Al Maghrib ;*
- *étudier l'opportunité de mettre en place une gestion centralisée de trésorerie groupe dans le but d'optimiser les besoins et les excédents de trésorerie à l'échelle du groupe.*

- ***Et, de manière générale :***

La Cour des comptes 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 développement local et des sociétés de services aux entreprises ;*
- *réorganiser le secteur touristique et étudier l'opportunité de sortir de l'exploitation 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 apparait 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 consultatif[27]. Malgré les avancées importantes en termes de 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

[27] 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.

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 5 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 5 piliers seront déployés à travers une organisation structurée autour de 4 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 5 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 la 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 encours 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 termes de concentration des investissements et d'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 termes de concentration d'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 4 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 « stratégic 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.

Edition Cour des comptes 2018

Dépôt Légal : 2019MO0086

ISBN : 978-9920-751-09-4