

La pertinence des instruments financiers dédiés au financement des entreprises marocaines

The pertinence of the financial instruments introduced for the financing of Moroccan companies

Auteur 1 : AIT HBIBI Amina,

Auteur 2 : MAKHROUT Samir,

AIT HBIBI Amina, (Docteur en Sciences Economiques)

Université Cadi Ayyad / Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales-Maroc

MAKHROUT Samir, (Docteur en Sciences Economiques)

Université Cadi Ayyad / Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales-Maroc

Déclaration de divulgation : L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

Conflit d'intérêts : L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

Pour citer cet article : AIT HBIBI, A. & MAKHROUT, S (2023) « La pertinence des instruments financiers dédiés au financement des entreprises marocaines », African Scientific Journal « Volume 03, Numéro 17 » pp: 521 – 536.

Date de soumission : Février 2023

Date de publication : Avril 2023



DOI : 10.5281/zenodo.7944404

Copyright © 2023 – ASJ



Résumé

Dans l'objectif d'améliorer le financement des entreprises marocaines, les autorités de tutelle, vers la fin des années 1990, ont mis en place de nouveaux instruments financiers. Il s'agit des instruments énumérés dans la loi 17-95 notamment les obligations convertibles en actions, les obligations remboursables en actions, les actions à droit de vote double, les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote, des certificats d'investissement et des certificats de droit de vote. Ces instruments offrent aux entreprises des options de financement alternatives aux modalités de financement traditionnelles telles que les prêts bancaires qui imposent des taux d'intermédiation élevés et demandent des garanties importantes.

De même, il est à signaler que jusqu'aux années 1990, seulement deux modalités du financement direct ont été mises à la disposition des entreprises pour faire face à leurs besoins de financement, en l'occurrence, les obligations et les actions. Néanmoins, les premiers étaient l'apanage de l'Etat et les secondes étaient jugés inappropriés étant donné les spécificités des entreprises marocaines.

C'est en tenant compte de ces spécificités que ces nouvelles modalités de financement ont été mises en œuvre et cela pour répondre aux préférences des entreprises marocaines, caractérisées par la structure familiale de leurs capitaux. Cette initiative s'inscrit dans la théorie de la demande de nouvelles caractéristiques proposée par Lancaster. Selon cette théorie, la conception ou l'introduction de nouveaux produits financiers est une réponse à la demande des utilisateurs de ces instruments qui souhaitent des caractéristiques nouvelles et spécifiques.

Toutefois, la pertinence de ces nouveaux instruments financiers dédiés au financement des entreprises marocaines demeure un sujet de débat intéressant. Dans cet article, nous allons examiner l'adéquation et la pertinence de ces instruments.

Pour ce faire, nous avons mené une analyse des caractéristiques de ces nouvelles possibilités de financement, en considérant leurs avantages ainsi que leurs apports en matière d'amélioration du financement des entreprises.

Mots clés : nouveaux instruments financiers, financement, demande de nouvelles caractéristiques, entreprises marocaines

Abstract

In order to improve the financing of Moroccan companies, the regulatory authorities introduced new financial instruments towards the end of the 1990s. These are the instruments listed in Law 17-95, including convertible bonds, redeemable bonds, double voting rights shares, priority shares without voting rights, investment certificates, and voting rights certificates.

These instruments offer companies alternative financing options to traditional financing methods such as bank loans, which impose high intermediation rates and require significant collateral. Prior to this, only two direct financing modalities were available to companies for their financing needs, namely bonds and shares. However, the former were the prerogative of the state and the latter were deemed inappropriate given the specificities of Moroccan companies.

It is in consideration of these specificities that these new financing modalities were implemented to cater to the preferences of Moroccan companies, which are characterized by the family structure of their capital. This initiative is in line with Lancaster's theory of demand for new characteristics, which suggests that the design or introduction of new financial products is a response to the demand of users who desire new and specific characteristics

However, the relevance of these new financial instruments dedicated to the financing of Moroccan companies remains an interesting subject of debate. In this article, we will examine the suitability and relevance of these instruments. To do so, we have analyzed the characteristics of these new financing possibilities, considering their advantages as well as their contributions to improving the financing of companies.

Keywords : New financial instruments, financing, demand for new characteristics, Moroccan companies

Introduction

Le sujet du financement de l'économie, en général, et des entreprises, en particulier, revêt toujours une importance toute particulière pour les autorités monétaires marocaines étant donné le rôle capital des ressources financières dans le financement de la croissance des entreprises ainsi que dans leur dynamisme.

Vu les spécificités des entreprises marocaines qui sont en grande partie des entreprises familiales, les autorités de tutelles ont mis en place une gamme de nouveaux titres qui répondent à leurs préférences. Cette idée est soutenue par la théorie de la demande de nouvelles caractéristiques initiée par Lancaster qui considère que la conception ou bien l'introduction de nouveaux produits financiers est le résultat de la demande des utilisateurs de ces instruments qui désirent de nouvelles caractéristiques. Selon cet auteur *«la principale nouveauté technique consiste à s'écarter de l'approche traditionnelle considérant les biens comme les objets directs de l'utilité, et, à la place, supposer que ce sont des propriétés ou des caractéristiques de ces biens que découle l'utilité»*⁽¹⁾. Ce sont donc les caractéristiques des produits qui leur confèrent de l'utilité et influencent les choix de leurs utilisateurs. Ainsi, ces derniers ne cherchent pas les produits financiers pour leur propre usage, mais plutôt pour les caractéristiques qu'ils présentent.

Tout en tenant compte de leurs spécificités et en réponse aux besoins des entreprises marocaines, de nouveaux instruments financiers ont été introduits dont le but est d'améliorer le financement de celles-ci⁽²⁾. Il s'agit des instruments financiers combinant les caractéristiques des fonds propres et celles de dettes, ils consistent soit en un démembrement du titre, soit en une combinaison des caractéristiques des titres classiques notamment les obligations remboursables en action, les obligations convertibles en actions, des actions à dividendes prioritaires, des actions à droit de vote double, des certificats d'investissement et des certificats de droit de vote.

Ces instruments, offrent des alternatives aux méthodes traditionnelles de financement telles que les actions et les prêts bancaires qui imposent des taux d'intermédiation élevés et des garanties importantes. L'objectif de cet article donc est de répondre à « En quoi ces instruments financiers contribuent-ils à résoudre les problèmes du financement des entreprises marocaines et à répondre à leurs besoins ? »

¹ - Lancaster, (1966) «A New Approach to Consumer Theory» in Journal of Political Economy, Vol. 74, No. 2, April, p. 133.

² - AIT HBIBI, A. & MANSOURI, B. (2022), «Financial innovations and financing of the Moroccan economy», *The Seybold Report Journal*, Volume17, N°11, pp : 1962-1980.

Pour répondre à cette interrogation, nous allons explorer la pertinence de ces instruments tout en examinant les avantages qu'ils présentent et cela moyennant l'analyse de leurs caractéristiques. Après cette analyse, nous avons constaté que ces nouvelles possibilités permettent aux entreprises d'accéder à un financement plus adapté à leurs spécificités (1), un financement à moindre coût (2), un financement plus adapté aux projets innovants (3) et un financement stratégique (4) que nous allons les expliciter dans ce qui suit.

1. Un financement plus adapté aux spécificités des entreprises marocaines :

Il s'agit d'un financement qui respecte l'équilibre du pouvoir au sein de l'entreprise et qui permet de lever des fonds sans risquer de perdre le contrôle de celle-ci. Les nouveaux instruments de financement offrent aux entreprises la possibilité de mobiliser des ressources pour financer leur croissance tout en maintenant leur autonomie financière et en évitant l'intervention de tiers dans la gestion et le contrôle de l'entreprise.

Ainsi, en optant pour l'émission de ces nouveaux instruments financiers, les entreprises peuvent satisfaire leurs besoins en financement tout en réduisant le risque de dilution de leur capital.

L'introduction de ces nouveaux instruments visait à offrir aux entreprises marocaines des produits plus flexibles et mieux adaptés à leurs besoins, notamment en raison de la structure familiale de leur capital. Ces instruments permettent de séparer le capital et le pouvoir, de prévenir la dilution du capital et la perte de contrôle, qui sont les principaux facteurs qui limitent la capacité des entreprises marocaines à ouvrir leur capital pour se financer.

Au sein des entreprises marocaines, le choix du mode de financement dépend étroitement de la question de la répartition du pouvoir au sein de l'entreprise. Ainsi, l'entreprise peut opter pour des sources de financement qui ne compromettent pas ses intérêts et qui lui permettent de bénéficier de fonds provenant d'investisseurs qui ne nuisent pas à sa gouvernance.

Contrairement aux instruments de financement classiques, tels que les actions qui entraînent une dilution politique et financière des actionnaires existants, les nouveaux instruments de financement répondent mieux aux besoins des émetteurs et sont mieux adaptés aux spécificités des entreprises marocaines. Ils permettent aux entreprises de conserver et de pérenniser leur pouvoir en interne, ce qui encourage les émetteurs à recourir au financement direct externe pour répondre à leurs besoins de financement et stimuler ainsi la croissance de l'entreprise. Ces instruments ont été élaborés pour simplifier le financement de l'entreprise et permettre l'entrée de nouveaux actionnaires sans perturber la structure du pouvoir en place.

L'étude des caractéristiques de ces nouveaux instruments de financement nous a permis de les classer selon deux catégories. La première catégorie est destinée aux nouveaux intervenants tandis que la seconde, elle est destinée aux principaux actionnaires.

La première catégorie d'instruments comprend les obligations convertibles en action, les obligations remboursables en actions, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote et les certificats d'investissement. Ces instruments ne confèrent aucun pouvoir de gestion à leurs détenteurs, mais renforcent les fonds propres de l'entreprise sans céder de pouvoir aux nouveaux entrants.

S'agissant des obligations convertibles en action et des obligations remboursables en action, elles permettent à l'entreprise d'éviter de participer activement à la conduite de la société. Les créanciers de l'entreprise n'ont pas le droit de décider de la stratégie et ne peuvent pas voter lors des assemblées générales. Les droits de vote ne sont donc pas dilués, du moins pendant un certain temps, jusqu'à ce que les obligations soient converties en actions

Ces titres obligataires offrent à l'entreprise la possibilité d'obtenir des fonds temporaires pour renforcer ses fonds propres plutôt que d'emprunter de l'argent. En conséquence, l'émission de ces titres retarde la prise de contrôle hostile et permet à l'entreprise de mieux connaître ses futurs actionnaires lorsqu'ils décident de convertir leurs obligations en actions. Cela facilite le renforcement ou la transmission du pouvoir tout en apportant des liquidités. En fin de compte, les avantages de ces instruments de financement résident principalement dans le report de la dilution de l'actionnariat dans le temps.

À ces instruments, s'ajoutent d'autres qui n'affectent pas le pouvoir des actionnaires initiaux, tels que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Ces actions donnent droit à un dividende prioritaire, parfois supérieur à celui des actions ordinaires, mais leurs détenteurs ne sont pas autorisés à participer ou voter lors des assemblées générales, contrairement aux actions à dividende prioritaire avec droit de vote et aux certificats d'investissement. Les dirigeants d'entreprises peuvent être moins dépendants des investisseurs lorsqu'ils prennent des décisions car ils ne sont pas obligés d'obtenir leur accord préalable comme c'est le cas lors d'émissions d'actions.

Aussi, Les certificats d'investissement et les actions à dividende prioritaire sans droit de vote sont des instruments financiers qui permettent aux émetteurs de lever des fonds auprès de sources externes sans donner aux investisseurs le pouvoir d'influencer le contrôle de la société. En d'autres termes, ces actions facilitent les augmentations de capital tout en réduisant les risques de perturbation dus à la limitation légale du pouvoir des nouveaux actionnaires.

L'émission de certificats d'investissement, qui est une forme de division de l'action, permet d'attribuer aux nouveaux intervenants des certificats conférant des droits pécuniaires, tandis que les actionnaires majoritaires conservent les droits de vote en plus de leurs actions ordinaires. L'objectif de ces instruments est de préserver le pouvoir au sein de la société.

Les émetteurs de ces instruments sont conscients du rôle crucial que joue le droit de vote dans la préservation et la consolidation du pouvoir. Ainsi, ils cherchent à améliorer leur situation financière et à trouver de nouvelles opportunités d'investissement tout en maintenant leur pouvoir. Les nouveaux titres créés sont conçus pour répondre à ces deux exigences, et ces instruments innovants de finance offrent un cadre juridique adapté aux besoins de l'entreprise et aux aspirations des dirigeants. Il s'agit d'obtenir des ressources stables sans qu'il y ait un changement de majorité au sein de l'entreprise.

En somme, ces innovations financières⁽³⁾ permettent de lever des fonds sans modifier la répartition des pouvoirs de décision au sein de l'entreprise et, par conséquent, courir le risque de perte de contrôle. L'utilité principale de ces instruments est de séparer "capital" et "pouvoir", permettant ainsi d'éviter la dilution du capital et la perte de contrôle. Ils sont donc plus adaptés aux dirigeants des entreprises familiales marocaines qui préfèrent garder le contrôle au sein de l'entreprise.

Concernant la deuxième catégorie, elle contient les instruments de financement réservés exclusivement aux anciens actionnaires. Ces instruments permettent de renforcer le pouvoir de ces actionnaires au sein de l'entreprise. Il s'agit des actions à droit de vote double et des certificats de vote. Les détenteurs de ces titres se voient accorder le droit de vote pour influencer la stratégie de l'entreprise et exercer un meilleur contrôle sur sa gestion, car ce droit de vote est un moyen de prendre le contrôle de la société. L'utilisation de ce type d'instruments permet de fidéliser les actionnaires de l'entreprise et de décourager toute tentative de prise de contrôle hostile.

Cette fidélisation des actionnaires grâce à l'utilisation de ces instruments peut avoir des effets bénéfiques sur la stabilité de l'actionariat et, par extension, sur la stratégie financière de l'entreprise. De plus, l'utilisation de ces instruments est souvent considérée comme une mesure de protection contre les tentatives de prise de contrôle hostiles, ce qui contribue à protéger les intérêts de l'entreprise.

³ - Pour plus d'information sur l'innovation financière voir :
- AIT HBIBI, A. (2022), « Innovation financière : diversité de définitions et difficulté de mesure », *African Scientific Journal*, Volume 03, N° 11.

De même, il convient de souligner que le droit de vote reste un indicateur de la mesure du pouvoir au sein de l'entreprise : plus la participation est importante, plus les risques encourus sont importants. En conséquence, il s'agit d'un outil qui favorise le maintien du pouvoir au sein de la société.

Le droit de vote attaché au certificat de droit de vote est réparti entre les actionnaires majoritaires, qui conservent ainsi le pouvoir au sein de l'entreprise. Grâce à cela, l'entreprise peut augmenter son capital en collectant des fonds sans pour autant modifier sa structure actionnariale, permettant ainsi aux anciens actionnaires de conserver leur contrôle sur l'entreprise. En somme, cette approche permet aux entreprises de lever des capitaux sans changer leur actionnariat.

En somme, le financement par le biais de l'émission de ces nouveaux instruments de financement permet à l'entreprise de renforcer ses fonds tout en préservant le pouvoir de contrôle, ce qui la protège mieux contre les prises de contrôle hostiles. Ces instruments permettent de réguler les relations entre les actionnaires-investisseurs et les actionnaires détenant le pouvoir au sein de l'entreprise.

Ces modalités de financement répondent mieux aux objectifs des entreprises marocaines, ce qui les encourage à recourir davantage au marché boursier, en particulier lorsque le capital familial détient la majorité des actions. Dans ces conditions, l'ouverture du capital de l'entreprise au public peut se faire sans crainte de perte de contrôle.

2. Un financement à moindre coût :

À côté de la pérennisation de son pouvoir, les instruments de financement cités au-dessus offrent à l'entreprise la possibilité de se financer à un coût moindre que celui des modalités de financement classiques comme c'est le cas des crédits bancaires qui imposent, d'un côté, un versement inévitable des taux d'intérêt élevés suite à la facturation des primes de risque importantes et des garanties lourdes de l'autre.

Ces titres, donc, présentent pour l'émetteur des conditions d'emprunt avantageuses que celles qu'exigent les banques. Ceci lui permet de réduire le coût de sa dette et de n'avoir rien à rembourser à l'échéance si l'obligation est convertie ou bien remboursée.

De surcroît, ces instruments autorisent, par rapport à l'obligation classique, d'offrir un rendement inférieur en contrepartie de l'option de conversion⁽⁴⁾. La possibilité de conversion offerte aux souscripteurs permet aux entreprises de verser un taux d'intérêt moins élevé que celui appliqué dans le cas d'une obligation classique, ce qui rend le coût de l'emprunt moins cher. Les taux de rendement actuariels sont plus faibles que les emprunts classiques en raison de l'option d'achat associée aux obligations. L'option dans une obligation convertible donne lieu à une rémunération inférieure à celle d'une obligation classique. Le coût de l'emprunt est donc inférieur au coût d'un emprunt via une obligation ordinaire. Ce qui permet à l'entreprise de bénéficier des sources de financement à moindre coût. Ce faible coût s'explique par le fait que ce type d'instrument permet à leurs porteurs de choisir, pendant une période du temps déterminée, entre la qualité d'obligataire et celle d'actionnaire. Si le souscripteur demande à terme la conversion de ses obligations en actions, ceci entraînera un allègement de la dette de la société en question et renforcera par voie de conséquence la structure capitalistique de l'entreprise. Ceci donnera la possibilité à l'entreprise d'émettre de nouveaux emprunts du fait de la disparition d'une partie ou de la totalité de sa dette.

Dans ce cas, la charge des intérêts payés est atténuée, surtout si l'émetteur cherche à financer des investissements lourds, ou une opération de croissance externe qui demande du temps avant de devenir rentable.

Un autre objectif visé par la mise en œuvre de ces opportunités de financement réside dans la minimisation des coûts de financement rendue aussi possible grâce au recours aux instruments tels que les ADPSDV, les ADVD, les CI et les CV. Lors de l'émission de chacun de ces instruments, l'entreprise n'a pas besoin de recourir au marché parce que cela peut se faire entre les associés de l'entreprise. Dans ce cas, l'entreprise n'a pas besoin de payer les coûts élevés de l'information sur l'entreprise émettrice.

Par ailleurs, le fait d'émettre des instruments financiers procure à l'entreprise une grande possibilité de se financer à moindre coût étant donné que la cotation constitue un signal révélateur de la bonne qualité de l'entreprise. C'est sur la base de cette information que la banque identifie le risque, acquiert la sécurité et construit sa décision.

A ce niveau, et à partir des caractéristiques des nouveaux instruments financiers, il est à conclure que l'ensemble de ces instruments mis en place, tout en visant l'amélioration de

⁴ - Les sociétés qui sont détenues directement ou indirectement par l'État (plus de 50% du capital) ne peuvent pas émettre des obligations convertibles en actions (article 316 du Dahir N°1-96-124 du 30/08/1996, portant promulgation de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes).

financement des entreprises, présentent l'avantage à celles-ci de lever des sommes importantes et à moindre coût par rapport, d'un côté, au financement intermédié qui impose aux entreprises des taux d'intermédiation élevés et des garanties importantes et, de l'autre côté, par rapport aux instruments de financement classiques, à savoir l'obligation et l'action.

3. Un mode de financement plus adapté aux projets innovants et risqués :

Généralement, les projets innovants sont qualifiés de projets plus risqués, dont l'asymétrie d'information⁽⁵⁾ est plus prononcée entre l'entreprise et les bailleurs de fonds, du fait qu'ils mettent en œuvre de nouvelles connaissances que les prêteurs manquent d'expertise pour les évaluer.

L'asymétrie d'information favorise, donc la montée des incertitudes, quant à la solvabilité des emprunteurs en affectant, par conséquent, d'un côté, le coût de financement et les décisions de prêts, de l'autre.

En conséquence, l'existence des asymétries d'information entre dirigeants et apporteurs de capitaux, banque ou investisseur, rend les financements externes, par endettement ou par émission d'actions, peu adaptés au financement des projets innovants.

D'après, le rapport de la banque mondiale, les entreprises marocaines rencontrent des difficultés e matière de financement bancaire⁽⁶⁾ surtout lorsqu'elles sont petites ou moyennes ou lorsqu'elles cherchent à financer des projets innovants. Dans ce sens, les banques sont réticentes à financer de tels investissements par des crédits, vu que ces derniers comportent un risque élevé qui augmente la possibilité de faillite et de non-remboursement de la dette.

Les entreprises innovantes, de ce fait, ont une probabilité plus faible de contracter des emprunts bancaires. Elles souffrent d'un manque crucial de fonds propres et sont souvent victimes d'effet d'asymétrie d'information et d'effet d'éviction du système de financement bancaire qui demande des garanties solides.

L'existence de ces difficultés de financement constitue un sérieux obstacle à leur développement. Les entreprises souhaitant innover rencontrent donc des difficultés de financement qui les incitent à renoncer à réaliser leurs projets⁽⁷⁾.

⁵ - Stiglitz, J.E & Weiss, A.(1981), «Credit rationing in markets with imperfect information », Op. Cit., PP: 393-410.

⁶ - La Banque Mondiale, Évaluation du Climat de l'Investissement au Maroc, juin 2005, document N° 36674, P: 24.

⁷ - Thakor, A. V.(2013), « Innovation and Finance: A Survey », *Innovation and Growth: What Do We Know?*, PP : 87-110.

Dès que l'entreprise s'intéresse au financement des projets innovants, le problème d'asymétrie d'information entre l'entreprise et ses bailleurs de fonds potentiels se pose avec plus d'acuité. Les raisons évoquées, à cet égard, sont liées à l'incertitude quant à la rentabilité du projet et le risque d'échec pouvant entraîner un défaut de paiement. Les banques sélectionnent alors les entreprises les moins risquées lorsqu'elles jugent fragile leur santé financière. De plus, elles leur imposent des taux d'intérêt plus élevés. Cela engendre un effet du rationnement⁽⁸⁾, tout en incitant les entreprises à ne pas amener leurs projets. Un projet innovant subit alors des contraintes financières. Celles-ci amènent les entreprises à retarder ou même abandonner leurs projets innovants.

Plusieurs éléments de risque se conjuguent pour expliquer l'existence de ces contraintes. Certains sont liés aux capacités financières de la firme qui peuvent être insuffisantes pour supporter les incertitudes sur la rentabilité de l'investissement innovant. D'autres sont subordonnés aux risques d'échec, pouvant entraîner un défaut de paiement du crédit accordé. Pour faire face à ces contraintes financières, de nouveaux instruments de financement ont été introduits en faveur des entreprises qui rencontrent des difficultés de financement. Vu leurs caractéristiques, ces nouveaux instruments constituent un mode de financement plus adapté aux projets innovants qui rencontrent des contraintes financières.

Aussi, selon Levine (2005)⁽⁹⁾, les innovations financières contribuent plus facilement au financement des projets trop risqués, ayant un accès difficile aux sources de financement traditionnelles par crédit bancaire ou capitaux propres. Dans ce sens, les instruments les plus adaptés à ce type de projets et favorisant le financement de l'innovation sont principalement les obligations convertibles ou remboursables en actions, les ADPSDV et les certificats de vote. La souplesse⁽¹⁰⁾ et la flexibilité qui caractérisent ces nouveaux instruments leur permettent de contribuer positivement au financement des projets risqués que la banque refuse de les financer, tout en améliorant la situation financière, même difficile de la firme.

En plus, la charge des intérêts payés est ainsi atténuée. Cela est particulièrement appréciable lorsque l'émetteur doit financer des investissements lourds, ou encore des opérations de croissance externe, qui exigent du temps avant de devenir rentables.

⁸ - Idem.

⁹ - Levine, R.(2005), "Finance and Growth: theory and Evidence" in *Handbook of Economic Growth*, Vol.1, Publishers, PP: 866-934.

¹⁰ - Tandeau Du Marsac, V.(2012), « Les financements hybrides sont des instruments extrêmement souples », *Revue Banque*, supplément N°754, PP: 52-53.

De plus, le financement par l'émission des nouveaux instruments de financement, essentiellement les obligations convertibles ou remboursables, les actions à dividende prioritaire et les certificats d'investissement, permettent à l'entreprise de transférer sur les investisseurs le risque⁽¹¹⁾ qu'elle ne souhaite pas encourir, comme elle peut faire porter aux investisseurs même l'échec du projet. De ce fait, les NIF permettent la réalisation des projets, dans des contextes où les titres classiques restent inefficaces.

S'agissant, par exemple, des certificats d'investissement, *«ce type de financement est adapté au capital risque lorsque l'investisseur souhaite que les droits de vote aux assemblées générales continuent à être exercés par les actionnaires initiaux. Ils sont fréquemment utilisés comme support d'investissement à des moments où l'entreprise ne dégage pas de bénéfices puisqu'ils n'impliquent aucun privilège concernant le versement de dividendes»*⁽¹²⁾.

De surcroît, avec les obligations convertibles en actions, le dirigeant peut être amené à optimiser ses performances de court terme, de manière à ce que les investisseurs ne jouent pas leur option d'abandon⁽¹³⁾. Ginglinger (2000), à son tour, souligne que *«les obligations convertibles atténuent cette incitation en reportant des résultats à court terme trop favorables, les dirigeants réduisent le risque de liquidation, mais accroissent la probabilité de conversion des obligations convertibles et leur part dans le capital de l'entreprise »*⁽¹⁴⁾.

La décision d'entreprendre un nouveau projet pose le problème de son financement. Toutefois, les NIF principalement les obligations convertibles offrent l'avantage de faire porter aux investisseurs l'échec du projet. Ce qui rend ces instruments plus sollicités pour le financement de ce type d'investissement.

Finalement, il est à noter que les nouveaux instruments de financement introduits constituent, donc, des moyens et/ou des solutions pour les entreprises innovantes, pour combler les besoins de financement et plus précisément ceux liés aux projets risqués et améliorer leur situation financière, même difficile.

¹¹ - La banque des règlements internationaux (1986) considère la fonction de transfert du risque comme la principale fonction de l'innovation financière.

¹² - Stéphany, E.(2003), *La relation capital-risque/PME: fondements et pratiques*, De Boeck Supérieur, P: 142

¹³ - Idem. P: 144.

¹⁴ - Ginglinger E (2000), « Le financement par obligation convertible », *Banque et marché*, N°44, P : 55.

4. Un financement stratégique:

À côté de ces différents avantages en matière de financement, ces instruments permettent également aux entreprises de bénéficier d'un financement stratégique. Ce financement peut être qualifié comme stratégique dans la mesure où il renforce, d'un côté, la santé financière des entreprises, tout en permettant des opérations qui pèsent moins sur la trésorerie, et sa crédibilité. De l'autre côté, parce qu'il est plus adapté à leur profil, à leur taille et à leur besoin, ce qui favorise autant la réalisation d'opérations de croissance.

Du fait qu'il est considéré comme une alternative au financement traditionnel, ce financement permet à l'entreprise de franchir de nouveaux seuils dans sa croissance d'autant plus qu'il accroît en même temps ses fonds propres. L'émission des nouveaux instruments de financement constitue, à cet effet, une source de financement stratégique, étant donné que ces nouveaux instruments offrent la possibilité d'atteindre des niveaux élevés de croissance et de performance avec une marge d'indépendance financière très importante.

À part le renforcement de la santé financière de l'entreprise, le recours à ce mode de financement permet, à travers l'introduction en bourse, de jouir d'une notoriété et d'une crédibilité accrue auprès des tiers et du public. Ce gain de notoriété et de crédibilité facilite la sécurisation de sa croissance à long terme, étant donné que la cotation constitue pour l'entreprise un moyen important de communication et de publicité (Pagano, Panetta, Zingales(1996))(15).

Comme le soulignent Magnien et Chamanti «*l'introduction en bourse contribue immédiatement à l'accroissement de la notoriété de l'entreprise*⁽¹⁶⁾: elle la fait connaître publiquement, et lui confère le label de société dynamique(...) elle modifie aussi ses relations avec ses partenaires, sa clientèle et ses salariés, dans la mesure où elle leur donne confiance dans l'entreprise et dans son avenir»⁽¹⁷⁾.

Cette notoriété favorise la pérennité et la croissance de l'entreprise dans la mesure où l'émission des instruments de financement signifie, d'une manière implicite, que l'entreprise remplit les conditions de transparence exigées.

Dans un environnement de plus en plus concurrentiel, cette motivation devient indispensable pour toute entreprise, du fait qu'elle permet d'augmenter sa crédibilité vis-à-vis de ses

¹⁵ - Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L.(1996), "The Stock Market as a Source of Capital: Some Lessons from Initial Public Offering in Italy", *European Economic Review*, Vol.40, PP:1057-1069.

¹⁶ - La société introduite en bourse peut notamment acquérir du prestige et d'appartenir à une catégorie d'entreprises dont on cite fréquemment le nom à la télévision et dans les journaux. L'introduction en bourse, de fait, est un acte publicitaire qui fait connaître l'entreprise et accroît sa notoriété.

¹⁷ - Magnien J.L et Chamanti, A. (1997), *Guide de la bourse au Maroc*, Edition Headline, p.18.

actionnaires, qui se renforcerait suite à la publication et la certification des comptes de l'entreprise. Cette dernière, pour qu'elle soit admise sur le marché financier, doit répondre à des principes d'introduction au niveau financier, fiscal, économique et juridique, et, de ce fait, passer un examen rigoureux sur tous les niveaux avant d'obtenir l'accord du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM)⁽¹⁸⁾ et de la bourse de Casablanca, et pouvoir mettre en cotation ses titres.

L'ensemble de ces opérations liées à l'introduction en bourse constitue, donc, un signe de crédibilité pour la société et, par conséquent, renforce la confiance de ses partenaires, de ses fournisseurs et même celle des bailleurs des fonds.

En outre, en s'introduisant en bourse, l'entreprise change de dimension et s'inscrit dans une dynamique de croissance et d'évolution, les possibilités de financement mises à sa disposition, la notoriété ainsi que la crédibilité qu'elle a acquiert, lui permettent de développer ses objectifs, assurer la liquidité de son capital et, donc, de son patrimoine et toutes choses qui facilitent la croissance sur le plan interne qu'externe.

D'après l'ensemble de caractéristiques de ces options de financement, introduites par les autorités marocaines, il apparaît que celles-ci, comme stipulent les contributions théoriques en termes d'innovation financière, permettent aux entreprises, en premier lieu, de diversifier leurs sources de financement, tout en recourant aux instruments qui leurs conviennent. Comme elles permettent aux épargnants de disposer d'une diversité de produits de placement, ce qui favorise l'accroissement de l'épargne⁽¹⁹⁾.

En second lieu, elles permettent également la résolution des imperfections de marché boursier⁽²⁰⁾, à savoir les coûts de transaction ainsi que l'asymétrie d'information puisque certaines entre elles, notamment les ADVD, les ADPSV, les CI et CV, peuvent s'échanger entre associés. Ces derniers sont déjà informés sur la situation de l'entreprise et n'ont pas besoins de payer pour chercher de l'information.

En dernier lieu, le recours accru à ces nouveaux instruments, que ce soit par les entreprises pour se financer ou par les épargnants pour placer leurs fonds, favorisera la liquidité du marché boursier.

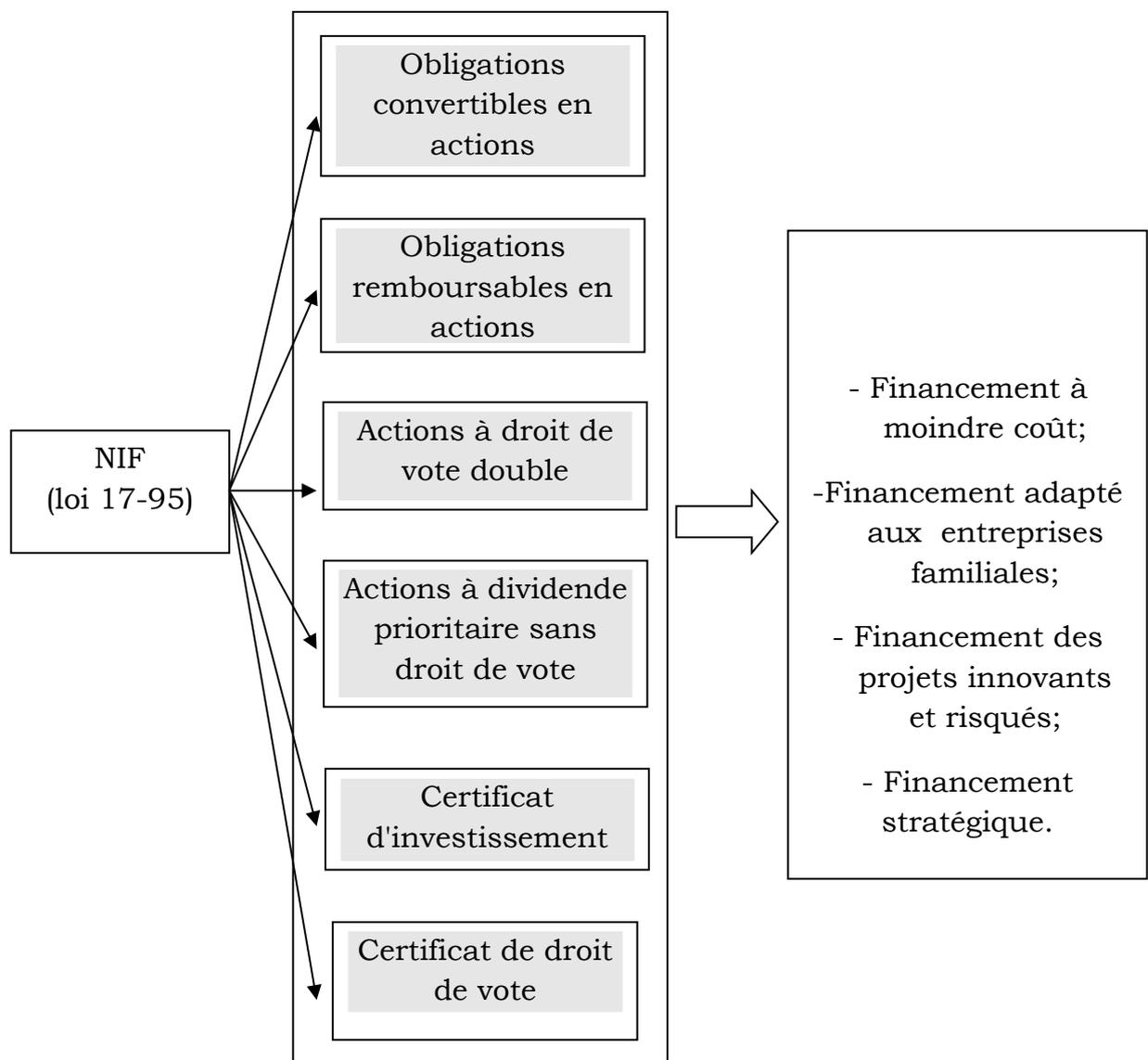
¹⁸ - CDVM cette entité a été remplacée en novembre 2016 par l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC).

¹⁹ - Fabozzi, FJ.(2015), *Capital markets: institutions, instruments and risk management*, The MIT Press, Fifth Edition, Cambridge, London.

²⁰ - Aron, D.J. & Lazear, EP.(1990), «The introduction of new products », *The American Economic Review*, Vol.80, N°2, PP : 421-426.

En somme, il est à noter les instruments financiers mis en place dans le cadre de la loi 17-95, semblent plus adaptés aux spécificités des entreprises marocaines caractérisées par la structure familiale de leurs capitaux. De plus, le recours à ce type de financement, peut permettre l'amélioration de financement des entreprises en particulier et de l'économie en général. Ce mode de financement offre aux entreprises. Dans un premier temps, un financement plus adapté à leurs profils, à leurs besoins et à leurs spécificités. *Secundo*, il autorise un financement à moindre coût, permettant d'assurer la sécurité financière de l'entreprise. *Tertio*, un financement permettant de mener les projets innovants et finalement, un financement stratégique favorisant la croissance interne et externe comme illustre le schéma récapitulatif suivant.

Figure N°1: Les nouveaux instruments financiers et leurs apports en matière de financement



Source: Schéma élaboré à partir des caractéristiques des NIF

Conclusion :

En guise de conclusion, nous pouvons avancer que l'étude des caractéristiques des instruments financiers dédiés au financement des entreprises marocaine nous a permis de constater que ces nouvelles possibilités de financement présentent un intérêt important. À part la satisfaction des besoins de financement des entreprises, ils leur offrent la possibilité dans un premier lieu de se financer sans courir le risque de perte de contrôle. Dans un second, ces instruments permettent aux entreprises de se financer à moindre coût. Dans un troisième lieu, de mener des investissements plus risqués ou innovants, que le système bancaire ne parvienne pas à assurer leur financement et dans un dernier lieu de franchir de nouveaux seuils dans leurs croissance. Ce sont ces avantages, à notre avis, qui semblent permettre aux nouveaux instruments de financement d'être pertinents et plus adaptés aux spécificités des entreprises marocaines qui reste en grande partie des entreprises familiales.

Cette étude constitue un apport important vu la rareté des études effectuées dans ce sens, ce qui permettra dans un premier lieu, aux prochains chercheurs d'avoir un aperçu des différents aspects dans ce domaine de recherche. Dans un second, elle permettra de sensibiliser les dirigeants des entreprises de l'importance de ces instruments et les inciter à les exploiter pour faire face à leur besoin de financement.

En outre, il serait intéressant de compléter cette analyse tout en se focalisant sur l'implication de ces instruments dans le financement des entreprises marocaines dont l'objectif est de savoir est-ce que ces instruments ont permis d'atteindre les objectifs escomptés en matière d'amélioration de financement de ces entreprises ?

BIBLIOGRAPHIE

- AIT HBIBI, A. & MANSOURI, B. (2022), «Financial innovations and financing of the Moroccan economy», *The Seybold Report Journal*, Volume17, N°11, pp : 1962-1980.
- AIT HBIBI, A. (2022), « Innovation financière : diversité de définitions et difficulté de mesure », *Africain Scientific Journal*, Volume 03, N° 11.
- Aron, D.J. & Lazear, EP.(1990), «The introduction of new products », *The American Economic Review*, Vol.80, N°2, PP : 421-426.
- Fabozzi, FJ.(2015), *Capital markets: institutions, instruments and risk management*, The MIT Press, Fifth Edition, Cambridge, London.
- Ginglinger E (2000), « Le financement par obligation convertible », *Banque et marché*, N°44.
- La Banque Mondiale (2005), Évaluation du Climat de l'Investissement au Maroc, juin 2005, document N° 36674.
- La loi 17-95 relatives aux sociétés anonymes
- Lancaster, KJ.(1966), «A New Approach to Consumer Theory», *Journal of Political Economy*, Vol.74, N°2, PP: 132-157.
- Levine, R.(2005), "Finance and Growth: theory and Evidence" in *Handbook of Economic Growth*, Vol.1, Publishers, PP: 866-934.
- Magnien J.L et A. Chmanti, (1997), *Guide de la bourse au Maroc*, Edition Headline.
- Pagano, M., Panetta,F. & Zingales, L.(1996), "The Stock Market as a Source of Capital: Some Lessons from Initial Public Offering in Italy", *European Economic Review*, Vol.40, PP:1057-1069.
- Stéphany, E.(2003), *La relation capital-risque/PME: fondements et pratiques*, De Boeck Supérieur.
- Stiglitz, J.E & Weiss, A.(1981), «Credit rationing in markets with imperfect information », *The American economic review*, Vol.71, N°3, PP: 393-410.
- Tandeau Du Marsac, V.(2012), « Les financements hybrides sont des instruments extrêmement souples », *Revue Banque*, supplément N°754, PP: 52-53.
- Thakor, A. V.(2013), « Innovation and Finance: A Survey », *Innovation and Growth: What Do We Know?*, PP : 87-110.