

# CONTEXTE MAROCAIN DU FINANCEMENT DES INFRASTRUCTURES AUTOROUTIERES

O. BERRADA

Division Financière, Société Nationale des Autoroutes du Maroc (ADM), MAROC  
berrada.oumeya@adm.co.ma

## RÉSUMÉ

Au Maroc, la construction, l'exploitation et l'entretien des infrastructures autoroutières est confiée à l'unique société concessionnaire privée (ADM) à actionnariat majoritairement public et créée en 1989 sur la base de concessions de 50 ans ; le financement de ces investissements est assuré par le recours aux emprunts concessionnels auprès de bailleurs de fonds et aux recapitalisations par l'Etat représenté par le Trésor et le Fonds Hassan II pour le Développement Economique et Social.

Par ailleurs, le schéma d'armature autoroutier national définissant la réalisation de 1500 Km d'autoroutes à l'horizon 2010 est en passe d'être achevé grâce notamment à l'application concomittante du principe de concession à péage et du système d'adossement prônant la solidarité financière entre les sections autoroutières rentables et celles non rentables à moyen terme ; ce système de péréquation a ainsi permis à l'Etat de limiter ses engagements financiers dans la réalisation du réseau autoroutier à moins du quart du total des investissements. Dès 1991, ADM s'est orienté vers des financements concessionnels, en contrepartie de la garantie souveraine, auprès d'institutions financières internationales telles que la BEI, la JBIC et les Fonds Arabes et Islamiques (FADES, FKDEA, FAD, BID) offrant des conditions préférentielles attractives : des taux d'intérêt de l'ordre de 4%, des délais de grâce d'environ 5 ans et des durées de remboursement moyennes de 15 ans.

Toutefois, ce mode de financement génère des risques importants, dont le risque de change pouvant être éliminé par le recours aux emprunts obligataires et bancaires à un coût de financement concurrentiel. Le financement via le marché obligataire présente de nombreux avantages, dont le choix de la maturité, le type de taux et le mode de remboursement. Par ailleurs, le financement bancaire local permet de mobiliser dans des délais très réduits des capitaux avec des conditions financières avantageuses. Mais en l'absence actuelle d'une garantie par l'Etat ou de nantissement des recettes de péage au profit des banques locales, les crédits commerciaux s'avèrent plus coûteux vu la rentabilité intrinsèque des projets autoroutiers insuffisante et la situation financière précaire de ADM; pour palier à cette problématique, d'autres alternatives de financement sont envisageables dans un avenir proche telle que la titrisation de revenus futurs sur des tronçons.

## 1. INTRODUCTION

Les infrastructures autoroutières sont au cœur d'enjeux essentiels pour l'avenir du Maroc. En améliorant son réseau d'autoroutes, le Maroc pourra valoriser pleinement sa situation géographique exceptionnelle aux portes de l'Europe et aux croisements des espaces africains et arabes. Assurer une meilleure desserte et de meilleures connexions, cela veut dire également créer plus d'activités, plus d'emplois et diminuer le nombre d'accidents de circulation.

Afin de réaliser ce réseau, ADM a financé en grande partie ses investissements par l'intermédiaire d'établissements financiers internationaux et a également emprunté dans le public sous forme d'obligations à long terme. Toutefois, le montage financier adopté pour faire face aux investissements colossaux et grâce auquel l'Etat a minimisé ses apports budgétaires connaît certaines limites quant à garantir l'équilibre structurel de la société concessionnaire des autoroutes ; aussi, de nouvelles alternatives de financement doivent-elles être envisagées en vue d'assurer la pérennité de la société.

## 2. POLITIQUE ACTUELLE DE FINANCEMENT DE AUTOROUTES AU MAROC

A la fin des années 80, l'Etat marocain avait arrêté un schéma d'armature autoroutier visant la réalisation d'un réseau de 1 500 km à l'horizon 2010 pour un coût global qui avoisinerait 37 milliards de dirhams, soit 3,3 milliards d'Euro. Pour démarrer sa réalisation, l'Etat a mis en place le péage en tant qu'outil de financement et a introduit, en 1991, la notion de concession de la construction et de l'exploitation d'autoroutes pouvant être concédées à un organisme soit public, soit privé; c'est ainsi qu'en 1989 a été créée la Société Nationale des Autoroutes du Maroc pour démarrer cette politique de concession.

Le principe des concessions autoroutières au Maroc s'articule autour de :

- Convention de concession approuvée par décret ;
- Durée de concession : 35 ans portée en 2006 à 50 ans ;
- Garantie par le concédant des prêts concessionnels contractés par le concessionnaire ;
- Mise à disposition des terrains par le concédant ;
- Construction et exploitation par le concessionnaire conformément à un cahier de charges ;
- Financement essentiellement basé sur les emprunts concessionnels, le recours à ces emprunts permettant d'étaler sur plusieurs générations la charge d'un investissement très lourd tout en assurant la mobilisation immédiate de ressources massives.

A ce jour, ADM est concessionnaire de la totalité du réseau du schéma autoroutier arrêté dans les années 1970 ; on distingue trois périodes en fonction de cadences différentes de construction d'autoroutes :

- Période 1991-2000 : rythme annuel de construction de 40 km et un investissement annuel de 650 millions de dirhams (59 millions EURO) ;
- Période 2001-2005 : rythme annuel de construction de 100 km et un investissement annuel de 1,3 milliards de dirhams (118 millions EURO) ;
- Période 2006-2010 : rythme annuel de construction de 160 km et un investissement de 4,2 milliards de dirhams (380 millions EURO).

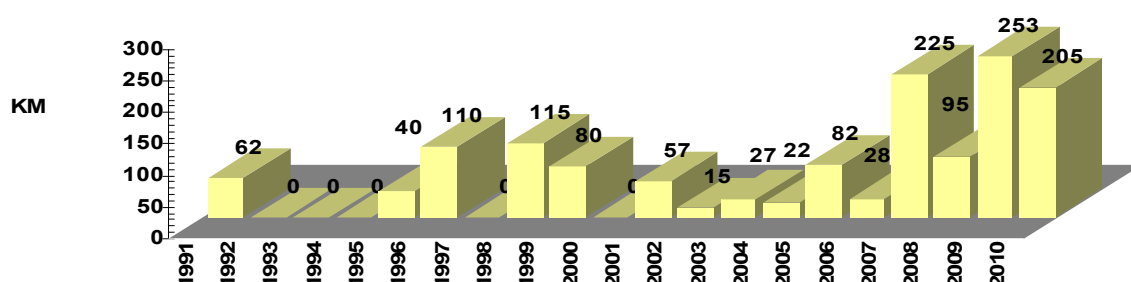


Figure 1 – Evolution des investissements 1991 - 2010

Sur les 1500 km concédés, 45% sont déjà réalisés, 41% sont en cours de réalisation ou en cours d'adjudication et 14% sont programmés à court terme. Jusqu'à présent, le financement des investissements de ADM se réalisait selon le montage suivant : 20% en fonds propres et 80% en emprunts concessionnels et récemment d'emprunts obligataires.

### 2-1. Financement par fonds propres

Les financements par les fonds propres ont permis de recapitaliser ADM à travers le budget de l'Etat dans le cadre de la capitalisation initiale formalisée par la suite dans le cadre d'un contrat programme qui définit le programme autoroutier sur lequel ADM s'engage à réaliser ainsi que ses obligations en matière de performance de gestion et à travers le Fonds Hassan II pour le Développement Economique et Social dans le cadre de conventions passées à l'occasion de différents projets. Ce fonds est un établissement public qui apporte un soutien appréciable à l'investissement productif du Maroc via des ressources provenant essentiellement des recettes de privatisation; son concours sous forme de prises de participation financières (cas ADM), d'avances ou de prêts remboursables ou de contributions financières non remboursables intervient aussi bien dans le financement des infrastructures d'accueil dédiées à l'investissement que dans la contribution au financement même des projets d'investissement dans des secteurs ciblés. Avec ces deux instruments, le capital de la société a évolué de 120 millions de dirhams en 1989 à plus de 5 milliards de dirhams en début 2007 pour atteindre 9,5 milliards en 2014, soit un plus du quart des investissements globaux à cet horizon.

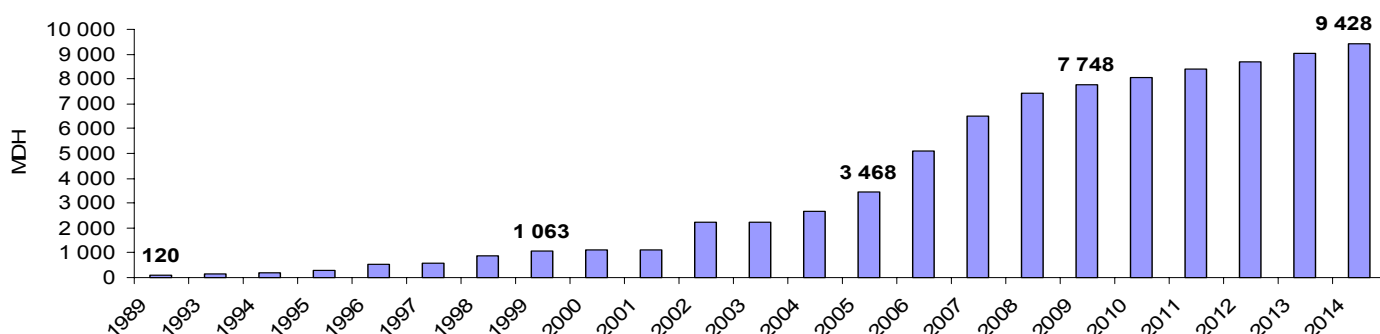


Figure 2 – Evolution du capital ADM 1989 - 2014

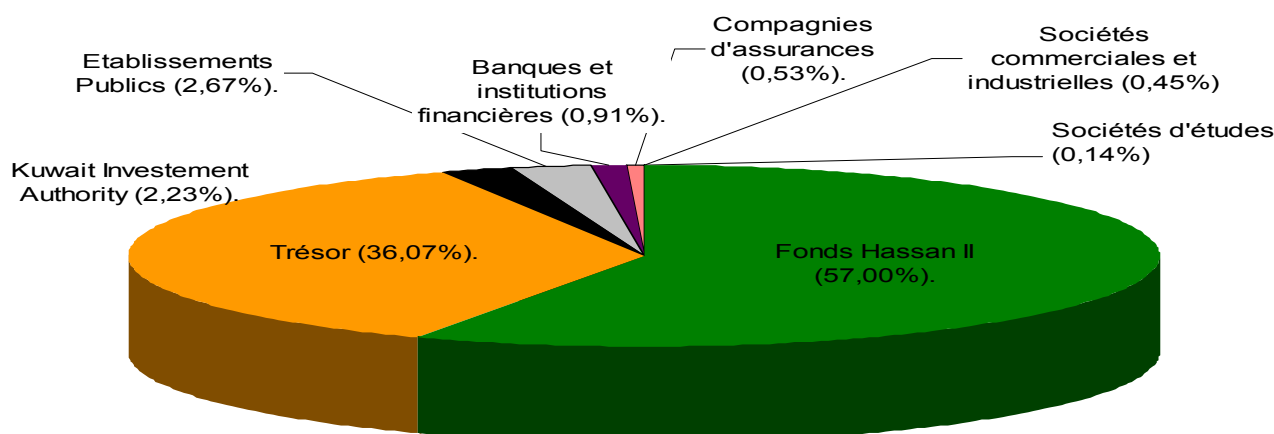


Figure 3 – Répartition du capital ADM

### 2-1-1. Contrat – programme Etat – ADM

Ce contrat de programme, signé en 2004, vise le renforcement des capitaux propres de ADM en vue d'asseoir les bases de sa viabilité à moyen et long terme et de lui permettre de réaliser son programme d'investissement. Cet appui de l'Etat est accompagné d'un certain nombre d'engagements de ADM en vue de rationaliser et d'améliorer davantage sa gestion ; ce contrat permet notamment de [1] :

- Clarifier les relations entre l'Etat actionnaire et ADM par la définition d'engagements réciproques qui constituent un ensemble indissociable pour atteindre les objectifs fixés à ADM dans le Contrat ; ces engagements viennent en complément de ceux déjà pris dans le cadre des conventions de concessions passées entre l'Etat concédant et ADM ;
- Définir le plan d'investissement durant la période du Contrat de Programme correspondant au périmètre autoroutier concédé à ADM à la date de la signature du Contrat ;
- Fixer les niveaux de performance à atteindre par ADM dans le cadre de la réalisation et de l'exploitation du périmètre autoroutier qui lui est concédé ;
- Arrêter la participation de l'Etat au financement du plan d'investissement de ADM.

Enfin, les principaux engagements de l'Etat sont :

- Contribuer à des augmentations de capital de ADM, pour les années 2005 à 2010, pour un montant total de 1 920 millions de dirhams libérables à hauteur de 320 millions de dirhams par an ;
- Appuyer les efforts de ADM visant l'optimisation des tarifs de péage ;
- Octroyer la garantie souveraine pour les opérations de financement nécessaires à la réalisation de son programme d'investissement, et en particulier les emprunts concessionnels et obligataires ;
- Entreprendre les démarches nécessaires pour faire profiter ADM de mécanismes comptables spécifiques aux concessions, tel que celui des charges différées.

### 2-1-2. Conventions avec le Fonds Hassan II

Quatre conventions ont été signées avec ce Fonds prévoyant la recapitalisation de la société à hauteur de 4,6 milliards de dirhams répartis comme suit [2] :

- 1 milliard de dirhams en vue de la réalisation du programme d'extension du réseau autoroutier confié à ADM en 2000 ;
- 100 millions de dirhams en vue de la réalisation du tronçon autoroutier Tétouan – Fnideq ;
- 1,5 milliard de dirhams en vue de la réalisation de l'autoroute Marrakech – Agadir ;
- 2 milliards de dirhams en vue de la réalisation de l'autoroute Fès – Oujda.

### 2-2. Financement par emprunts

Les emprunts extérieurs représentent près de 80% du coût des investissements ; ces crédits s'élevant à près de 22 milliards de dirhams (équivalent de 2 milliards d'euro) jusqu'à fin 2006 ont été contractés auprès de bailleurs de fonds internationaux afin de financer les investissements du réseau entier (hormis l'autoroute Fès-Oujda et le triplement de voies de l'autoroute Casablanca-Rabat) totalisant un coût estimatif de 28 milliards de dirhams (équivalent de 2,5 milliards d'euro). Par ailleurs, tous ces emprunts concessionnels ont été contractés avec des institutions financières internationales multilatérales ou sur la base d'accords bilatéraux entre le gouvernement du Maroc et celui du créancier et sont garantis par l'Etat .

Tableau 1 – Liste des bailleurs de fonds de ADM

Bailleurs de fonds		Emprunts contractés à fin 2006
		MEUR
<b>FADES</b>	Fonds Arabe pour le Développement Economique et Social	620
<b>BEI</b>	Banque Européenne d'Investissement	420
<b>FKDEA</b>	Fonds Koweïtien pour le Développement Economique Arabe	325
<b>JBIC</b>	Japan Bank for International Cooperation	215
<b>BID</b>	Banque Islamique de Développement	160
<b>BAD</b>	Banque Africaine de Développement	119
<b>FAD</b>	Fonds Abu Dhabi pour le Développement	18
<b>Crédit acheteur</b>	Crédit acheteur piloté par INDOSUEZ	25
<b>Crédit aide</b>	Crédit aide italien piloté par MEDIOCREDITO CENTRALE	28
<b>OFID</b>	OPEC Fund for International Cooperation	en cours

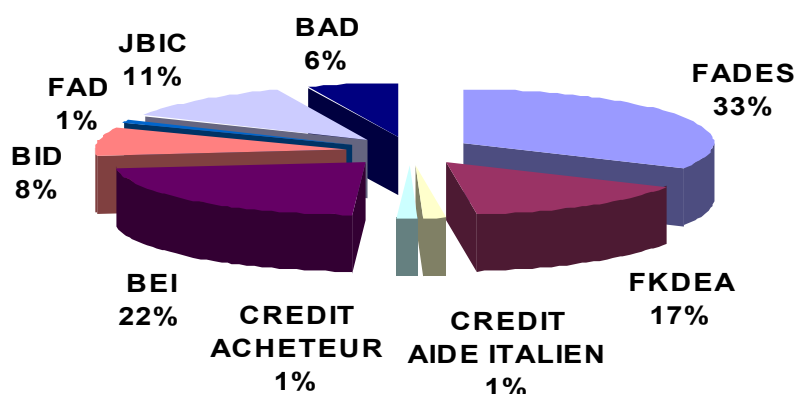


Figure 4 – Répartition des emprunts extérieurs par bailleur de fonds

Concernant le FADES [3], ce Fonds regroupant les pays membres de la Ligue des États Arabes se limite à financer des projets dans ces pays uniquement et consent des prêts tant aux gouvernements qu'aux organismes et établissements publics et privés à des conditions de faveur. Il accorde la préférence aux projets d'une importance cruciale pour le monde arabe et aux projets de coopération arabe, notamment les projets d'infrastructures. Outre ses fonds propres, ce fonds peut parfois avoir recours à des ressources de l'extérieur mais assume rarement plus de 40% du financement des projets. Enfin, les prêts octroyés à long terme par cette institution comportent un différé d'amortissement égal à la durée de mise en œuvre du projet plus un an, des taux d'intérêt de 3% pour les pays pauvres et de 4,5% au plus pour les autres pays (cas du Maroc) et une période de remboursement moyenne se situant entre 15 et 25 ans.

Quant à la BEI [4], elle emprunte sur les marchés des capitaux d'importants volumes de fonds qu'elle oriente, aux meilleures conditions, vers le financement d'investissements conformes aux objectifs de l'Union. En dehors de l'UE, la BEI met en œuvre les volets financiers des accords conclus dans le cadre des politiques européennes d'aide et de coopération au développement, ce qui est le cas du Maroc via les accords d'association et de partenariat avec les pays de la Méditerranée, EUROMED. Acteur de première importance du Partenariat euro – méditerranéen engagé dans le cadre du « Processus de

Barcelone », la banque met l'accent sur le financement des infrastructures de transport et d'énergie essentielles à l'essor économique.

Pour sa part, le FKDEA [5] octroie des prêts à long terme à des conditions dépendant essentiellement de la nature des projets et de la situation économique générale du pays bénéficiaire : l'échéance varie entre 12 et 55 ans et le délai de grâce entre 3 et 6 ans et les taux d'intérêt (y compris des frais de service annuels de 0,5%) se situent entre 0,5 et 7,0 %. Ces conditions de ces prêts comportent un élément de subvention dans une proportion de 16 à 85 % de la valeur de se prêts et sa part du financement d'un projet ne doit pas dépasser 50 % ; pour le cas de ADM, les taux d'intérêt y compris les commissions de gestion sont de 4%, les maturités de 20 ans incluant une période de grâce de 5 ans.

Pour ce qui est de la JBIC [6], ses opérations de coopération économique à l'étranger constituent une opération financière sous forme de prêts APD (Aide Publique au Développement) et investissements dans le secteur privé. Le principe en est l'apport de financements concessionnels à long terme destinés à soutenir les efforts d'auto-assistance des pays en développement en vue d'aménager leurs infrastructures économiques et sociales ou de stabiliser leurs économies. Les prêts APD sont des financements bilatéraux pour le développement accordés aux pays en développement, assortis de conditions libérales et favorables : faibles taux d'intérêt (en moyenne de 1,5%) et longues durées de remboursement (cas de ADM : 30 ans incluant un délai de grâce de 10 ans) qui dépassent 25% d'élément-don, indice permettant de calculer le degré de concessionnalité. En général, ces prêts appelés "prêts en yens" sont assimilables à des prêts-projets pour le développement d'infrastructures sociales et économiques - routes, barrages, systèmes de communication ou développement rural. Le budget de ces prêts bilatéraux dépend du ministère des Finances et les décisions concernant l'administration des prêts sont prises en consultation avec trois ministères - Affaires étrangères, Finances, Commerce extérieur et Industrie - ainsi qu'avec l'Agence de la planification économique, et la JBIC est chargée de la gestion de ces prêts.

Enfin, la BID [7] finance des projets de développement non seulement dans les pays membres, mais également dans des collectivités musulmanes partout dans le monde, conformément aux principes de la Charia. Son mode de financement utilisé pour les concessions autoroutières au Maroc est appelé « istisna'a » consistant en un contrat de construction dans lequel le vendeur convient de fournir à l'acheteur les produits finis décrits, après que ces produits auront été construits conformément à cette description, dans un certain délai et à un prix convenu. Ces prêts sont utilisés pour des projets censés avoir un impact socio-économique important, qui sont réalisés sur une période de temps assez longue et qui peuvent ne pas générer des revenus ; en outre, ils sont consentis sans intérêt mais s'accompagnent de charges administratives (assez élevées et équivalent à un taux d'intérêt de près de 5%) pour couvrir les frais administratifs réels de la banque dans le cadre des projets. Ils sont remboursables sur une période de 15 à 20 ans, avec un délai de grâce de 3 à 5 ans dans le cas du financement de projets autoroutiers au Maroc.

Concernant le financement par emprunts obligataires, une seule émission a été réalisée à ce jour. En effet, ADM a fait appel public à l'épargne en 2005 pour lever la somme de 500 millions de dirhams (équivalent de 45 millions d'euro) ; cet emprunt obligataire était alors assorti des caractéristiques suivantes :

- Maturité de 25 ans ;
- Amortissement annuel linéaire ;
- Paiement annuel des coupons ;

- Taux d'intérêt révisable tous les cinq ans et déterminés par référence au taux souverain de maturité équivalente ;
- Prime de risque de 25 points de base ;
- Garantie souveraine.

Le recours massif aux emprunts alourdit lourdement le passif de la société et sa dette de financement globale à fin 2006 atteint 9,2 milliards de dirhams, soit plus de 810 millions d'euro.

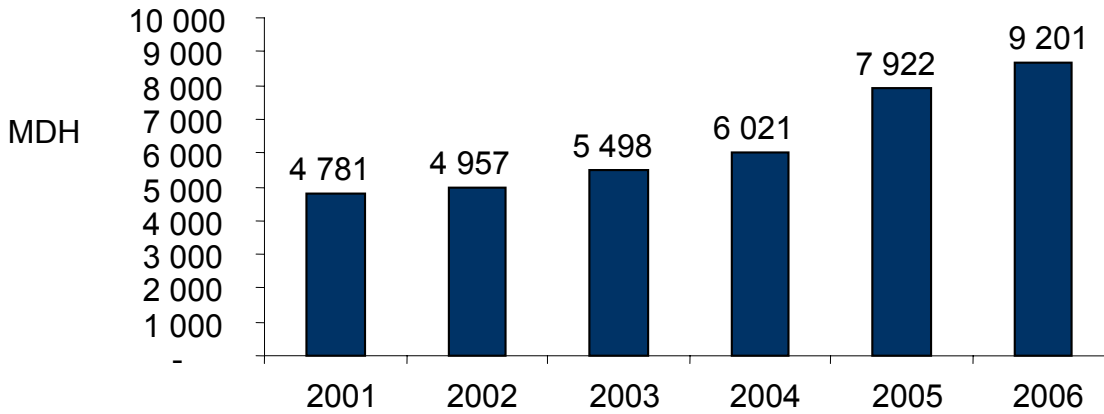


Figure 5 – Evolution de l'endettement global de ADM

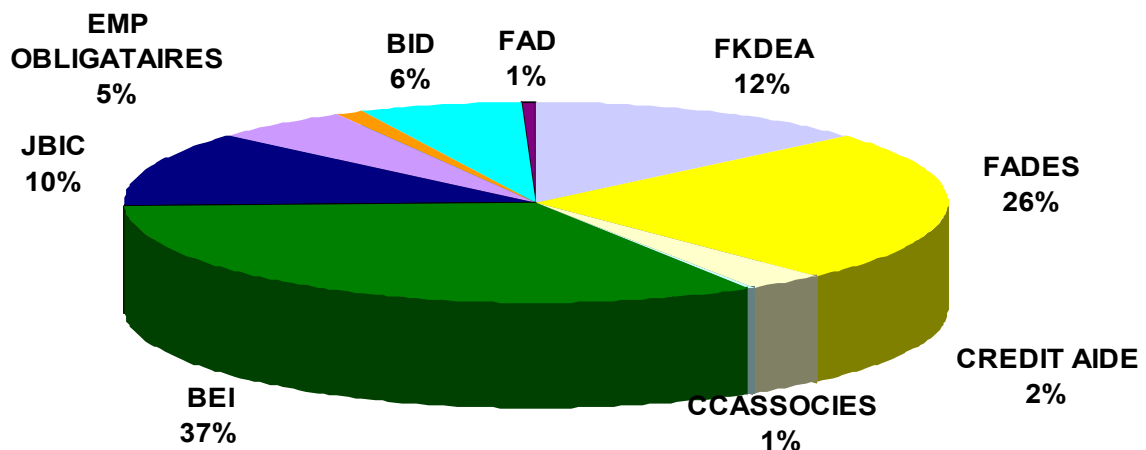


Figure 6 – Répartition de la dette ADM par bailleur de fonds

Cette dette globale est actuellement à 95% constituée de devises et donc tributaire de l'évolution des parités dirham / devises, ce qui impacte l'équilibre financier de la société.

Actuellement, ADM arrive à une étape importante de son existence, soit à un moment où les projets de son programme autoroutier sont en partie réalisés ou en passe d'être réalisés et où les besoins générés par leur amortissement vont commencer à prendre le pas sur ceux du financement de projets. Dans l'ensemble, la valeur totale des investissements à l'horizon 2010 et relatifs aux projets actuellement en cours ou restant à réaliser se chiffre à près de 22 milliards de dirhams (soit environ 2 milliards d'Euro). Il ne s'agit là bien évidemment que des besoins en financement des investissements alors que le financement structurel de la société est bien plus avide en moyens car les besoins sont non seulement élevés mais s'étalent sur la durée.

Des études ont été menées au niveau des simulations financières et il est attendu que la société ait recours, après sa phase d'investissements, à d'importantes levées obligataires afin de faire face aux besoins d'exploitation et au service de la dette.

Par ailleurs, les risques inhérents à la nature de l'activité et à son mode de financement nous interpellent sur la nécessité de mettre en place des mécanismes appropriés pour atténuer leurs conséquences.

### 3. LIMITES DU SCHÉMA ACTUEL DE FINANCEMENT

#### 3-1. Risque de change

L'essentiel des projets étant financé par des emprunts en devises, ADM se retrouve confronté à un surendettement en devises générateur d'un risque de change élevé sous l'effet conjugué du recours massif au financement concessionnel et d'une dégradation des capitaux propres résultant des pertes réalisées ;

La couverture du risque de change sur les emprunts en devises demeure une préoccupation majeure pour ADM dans la mesure où elle est exposée, à travers ses opérations financières, à une incertitude monétaire internationale. En effet, les devises dans lesquelles ADM finance ses projets autoroutiers connaissent des fluctuations de change en fonction de la conjoncture mondiale et de l'évolution des indicateurs économiques locaux des pays d'origine.

- Devises de formulation des prêts : EURO – KWD – JPY – USD – AED
- Devises de remboursement de la dette : EURO – KWD – JPY – USD – GBP – CHF – AED
- Dette composée de prêts à taux fixe et à taux variable (cas de BEI – fixe pour chaque versement mais variable dans son ensemble par rapport au montant global des prêts – et de BAD) sur de longues durées avec des délais de grâce.

La trésorerie devise de ADM est par conséquent fonction de l'évolution des devises d'emprunts et principalement de la parité EUR/USD.

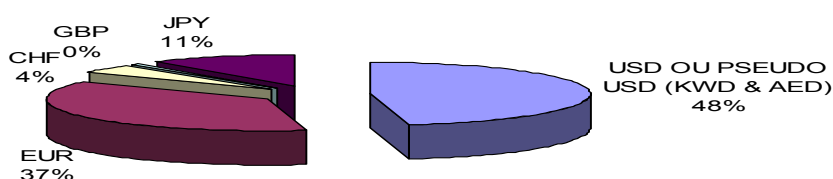


Figure 7 – Répartition de la dette ADM par devise



Les graphiques de l'évolution du résultat de change réel et de la perte de change latente entre 2001 et 2006 mettent en exergue la non-maîtrise de ce risque.

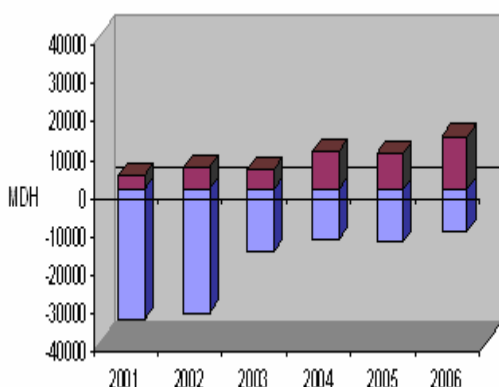


Figure 8 – Evolution du résultat de change réel

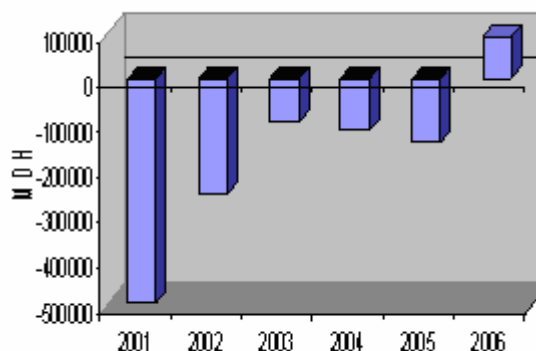


Figure 9 – Evolution des pertes de change latentes

En outre, ce risque de change est appelé à s'accroître avec l'amplification de la dette libellée en devises qui sera contractée jusqu'à l'horizon 2010.

Qu'en est-il de la réglementation de change au Maroc ? Le marché de change au Maroc est un marché étroit du fait de la réglementation de l'Office des Changes qui ne permet que des couvertures à court terme (un maximum de 90 jours pour les opérations commerciales et un maximum de 360 jours pour les opérations financières). Jusqu'à présent, les salles de marchés proposent des solutions de couverture du risque de change à court terme (période inférieure à une année) par le biais de contrats de change à terme et de solutions optionnelles, ce qui ne correspond pas au souci d'ADM de couvrir une partie de sa dette sujette à davantage de risques et présentant un profil de long terme. Dans le cadre d'une gestion active de sa dette extérieure et face au marché financier favorable quant à l'accès à la couverture du risque de change par des produits long terme, ADM mène actuellement une réflexion commune avec des banques d'affaires afin de se prémunir contre le risque de change puisque l'état actuel de non couverture est assimilable à de la spéculation.

### 3-2. Risque de taux

ADM subit, dans une moindre mesure, le risque de taux d'intérêt ; cette exposition à ce type de risque est la conséquence des prêts octroyés notamment par la BAD et dernièrement la BID, vu les taux d'intérêt indexés sur l'EURIBOR ou le LIBOR en fonction de la devise du prêt octroyé et fixés lors de chaque tirage. Ce risque est aussi inhérent aux prêts de la BEI mais est cantonné dans un périmètre plus restreint dans la mesure où l'exposition à ce risque n'intervient que durant la période de construction ; en effet, l'une des caractéristiques des prêts de cette banque est de procéder à des tirages par voie de versement d'avances et sont donc assimilables, pour chacun d'entre eux, à des prêts à taux fixe mais dont le coût n'est connu qu'à posteriori. Une fois le prêt consommé, le coût de financement de cette dette est figé et ADM n'est plus exposé à quelque fluctuation de taux.

Par ailleurs, la particularité du premier emprunt obligataire de ADM concernant le taux d'intérêt (révisable chaque 5 ans) induit une exposition de la société aux fluctuations des taux du Bon de Trésor de maturité équivalente durant toute la durée de l'emprunt.

Par conséquent et au vu de ce qui précède, il est constaté que malgré les conditions d'endettement très avantageuses obtenues, le poids de l'endettement atteint un niveau excessif, dont les répercussions apparaissent progressivement avec l'entrée en phase de remboursement de certains crédits, et ce malgré la croissance régulière des recettes. En outre, si l'on rapporte le niveau des dettes, toutes confondues, aux fonds propres d'ADM, le ratio se dégrade rapidement en raison de la poursuite lourde des tirages et de la réduction des fonds propres, absorbés par le niveau élevé des investissements et des charges d'exploitation.

### 3-3. Risques liés aux levées obligataires

Les limites à cette politique de financement sont également inhérentes aux emprunts obligataires qui sont soumis à un risque de capacité d'absorption du marché local ; des contraintes peuvent s'ériger pendant la structuration ou au cours des placements de ces emprunts obligataires auprès des investisseurs, notamment :

- Choix du mode de remboursement : le mode in fine le plus adéquat pour la société n'est pas retenu en raison de mesures prudentielles de l'Etat – garant;
- Maturités très longues des emprunts ;
- Choix de la nature du taux (fixe ou variable) ;
- Problématique de liquidité du marché financier marocain ;
- Absence actuelle d'appétit des compagnies d'assurances et caisses de retraite;
- Engouement modéré des sociétés de gestion de portefeuilles.

## 4. LEVIERS DE LA POLITIQUE ACTUELLE DE FINANCEMENT DES AUTOROUTES AU MAROC

Certaines évolutions dans la structure financière de l'entreprise ont permis d'atténuer les effets de l'endettement induit pas les emprunts, à savoir :

- Augmentation en 2006 de la durée des concessions de 35 à 50 ans a permis de diminuer de manière importante les dotations aux amortissements et alléger donc l'équilibre de l'entreprise.

Et d'autres sont prévues, à savoir :

- Mécanisme de report de charges qui permet de maintenir les équilibres financiers ; le Conseil National de Comptabilité a donné un avis favorable et il est prévu que soit adopté ce mécanisme de charges différées en 2007 ;

Par ailleurs, de par leur rentabilité intrinsèque future ne permettant pas de couvrir le service de la dette relatif à l'investissement, le recours au mode de financement « Project Finance » n'est pas envisageable. Par contre, le financement bancaire à moyen et long terme pourrait voir le jour dans la mesure où les recettes d'exploitation des projets ne sont pas spécifiquement affectées au remboursement de la dette et ce sont les flux globaux de trésorerie de l'entreprise (y compris des autres projets) qui contribuent à sa couverture. L'analyse du risque ne se ferait donc pas seulement sur la rentabilité du projet mais également sur la situation financière de ADM et sa capacité de remboursement de la dette. Cependant, à ce jour, l'Etat n'a jamais accordé sa garantie aux banques locales. Quoique ce type de financement a l'avantage d'éliminer le risque de change et de mobiliser rapidement des fonds, il se trouve confronté à des inconvénients de taille dont les quantums moindres que les fonds accordés par les bailleurs de fonds et des taux d'intérêt un peu moins compétitifs.

Sur le plan du financement public privé et eu égard à la particularité du contexte marocain caractérisé par un trafic sur le réseau routier faible à moyen, la concession des autoroutes marocaines n'a jamais attiré l'intérêt des investisseurs privés. Des tentatives d'octroi de concessions à des opérateurs privés ont échoué car le recours à des subventions de l'Etat est incontournable si on veut amortir rapidement les investissements et disposer de rendements financiers comparables à d'autres types d'investissements privés.

Enfin et compte tenu de la faible rentabilité intrinsèque des projets autoroutiers, ADM a envisagé d'impliquer financièrement des régions bénéficiaires d'infrastructures autoroutières en étudiant la possibilité d'affecter une ou plusieurs taxes régionales ou à régionaliser afin d'améliorer l'équilibre des projets de construction. Toutefois, la partie de ces taxes comme celle de la taxe sur les produits pétroliers et celle du taux de la taxe de séjour en affectation à ces projets ne permettrait de lever que des montants faibles et non significatifs par rapport au coûts des projets autoroutiers.

L'optique d'offre publique de vente (cession d'actifs) à un opérateur privé matérialisée par le rachat d'un tronçon construit permettrait également à ADM de transformer une série de cash flows futurs en un revenu immédiat et donc Pour que l'opération puisse être attrayante, le tronçon à céder doit être rentable financièrement, ce qui est le cas du tronçon Casablanca – Rabat. La cession du périmètre concédé à ADM aurait pour conséquence un flux net de trésorerie l'année de la cession qui permettrait de reporter le besoin d'ADM pour faire face aux échéances d'investissement et de trésorerie. Il n'en reste pas moins qu'un des inconvénients résiderait dans le délai de sa mise en œuvre puisqu'il y a nécessité de filialisation avec tous les arrangements juridiques devant l'accompagner.

Aussi, les perspectives de financement de concessions autoroutières semblent s'acheminer vers des solutions d'optimisation du financement actuel à travers la mise en place d'une gestion active de la dette, des modes de financement innovants et reposant sur la sécurité et la régularité des recettes de péage se basant sur un accroissement naturel du trafic autoroutier telle que la titrisation ainsi que vers la création de nouvelles activités annexes générant des revenus supplémentaires et concourant ainsi vers une meilleure santé financière de la société.

#### 4-1. Gestion de la dette active

La gestion active de la dette à travers le traitement des dettes onéreuses consiste au :

- Remboursement anticipé des dettes à partir de ressources externes assorties de conditions plus favorables ;
- Renégociation des taux d'intérêt élevés de certains prêts pour les aligner sur ceux prévalant sur le marché financier ;
- Optimisation du dosage des devises des emprunts contractés en vue de « coller » au panier de devises constituant la monnaie locale ;
- Couverture du risque de change et de taux ;
- Optimisation des futures levées obligataires.

Signalons qu'un benchmark avait été réalisé par le Ministère des Finances et de la Privatisation portant sur la détermination du portefeuille-cible de la dette extérieure des emprunteurs faisant ressortir une structure de stock où préfigure l'euro à 60% et les taux d'intérêt flottant à concurrence de 20%.

#### 4-1-1. Couverture du risque de change et de taux

La structure de la dette d'ADM, comme présentée lors de la partie précédente, fait que la société subit de plein fouet l'évolution des cours aux moments des encaissements et des décaissements. L'évolution défavorable des cours de change peut alors engendrer des pertes conséquentes. De nombreuses solutions en vue de la couverture du risque de change ont été suggérées par les banques : que ce soient les produits de gestion statique de risque de change à l'instar des contrats à terme à travers des mécanismes de placements et d'emprunts ou les produits de gestion dynamique à travers les options, ceux-ci ne semblent répondre au besoin de la société dans la mesure où ils s'inscrivent dans une démarche de gestion à court terme inadéquat au profil de la dette à moins de les reconduire annuellement comme dans un système de revolving.

Néanmoins, le secteur bancaire propose des solutions de couverture à même d'atténuer, voire éliminer ces aléas sur des maturités très longues avec une capacité d'assurer une couverture sur des montants très importants sur toutes les devises qui constituent l'essentiel de la dette d'ADM : EUR, USD, GBP, JPY, CHF et KWD. Pour se faire, ADM doit recevoir une autorisation à l'Office des Changes car la durée de la couverture de change est supérieure à 1 an et, en parallèle, la banque doit faire une requête à la banque centrale du Maroc (Bank Al Maghrib) afin d'avoir l'accord de pouvoir effectuer des placements en devises à l'étranger pour une durée supérieure à 2 ans. L'un de ces produits financiers proposés consiste en un Cross-currency Swap [8] ; il consiste à échanger sa dette en devises contre une dette équivalente en dirhams et son principe général s'articule autour des étapes suivantes :

- La banque s'endette en dirhams et cède les dirhams contre la devise au comptant ;
- La banque investit la devise dans un actif libellé en la même devise ;
- La banque entre dans un cross-currency swap avec l'emprunteur au terme duquel il paye la devise et reçoit les dirhams ;
- Les cash-flows des différentes transactions se compensent
  - ✓ en dirhams : les flux reçus du swap permettent de rembourser et de payer les intérêts de la dette en devises.
  - ✓ en devises : les flux reçus au titre des intérêts et de l'amortissement de l'actif en devises permettent de payer les flux en devises du swap à l'emprunteur.
- L'actif en devises et le passif en dirhams sont structurés pour épouser la structure d'amortissement et d'intérêt du crédit acheteur de l'emprunteur.

Il s'ensuit que l'avantage de cette solution est de neutraliser, en une seule opération, les risques de change liés à sa dette en devises.

Concernant le taux d'intérêt, le risque est imputable à la part de la dette assortie de taux d'intérêts flottants ; ce risque a actuellement un faible impact sur le coût de financement des investissements du fait que la majorité des emprunts sont à taux fixe. La société a donc un choix entre entreprendre une couverture à moyen et long terme en cas de hausse des taux ou à procéder à des swaps des dettes onéreuses ou à s'adapter à la conjoncture sur les marchés de taux, c'est-à-dire de préférer s'endetter à taux variable lorsque les taux variables (indicés sur des références à court terme) sont beaucoup plus faibles que les taux fixes.

#### 4-1-2. Optimisation des emprunts obligataires

Le recours aux emprunts obligataires s'avère une bonne alternative de financement dans la mesure où elle met en adéquation la monnaie de la dette avec celle des revenus du péage et partant élimine le risque de change. D'une part, ces emprunts offrent une large flexibilité : choix de la maturité, du type de taux (fixe et/ou variable), du mode de remboursement (in fine, amortissable, échéance constante ou zéro coupon). D'autre part, ce mode de financement est assorti de contraintes limitées, à savoir l'obligation de visa du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) dans le cas où il n'y a pas de garantie de l'État et une publication périodique des états de synthèse annuels et semestriels en tant qu'organisme faisant appel public à l'épargne.

En outre, la conjoncture actuelle favorable des taux longs sur le marché obligataire marocain augure de bonnes opportunités à prendre : le coût de financement qui en découlerait avec les conditions actuelles serait un coût relativement compétitif par rapport à celui des coûts concessionnels octroyés par les bailleurs de fonds en plus du gain de temps (pas de mission d'évaluation), d'absence de suivi, de contrôle et d'applicabilité des procédures de marchés des projets financés par les banques de développement.

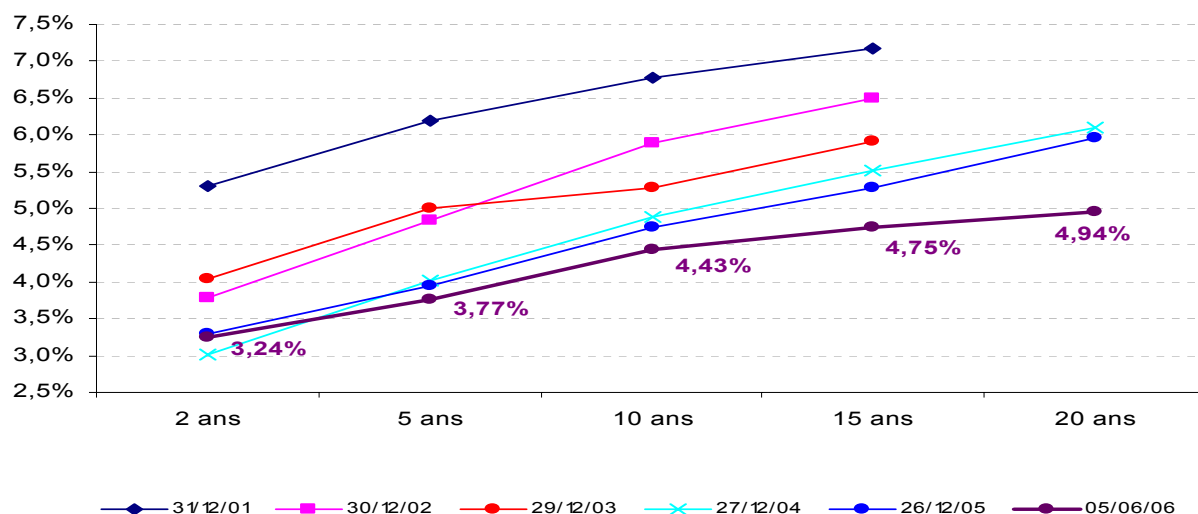


Figure 10 – Niveau des taux d'intérêts de référence au Maroc selon les maturités [9]

Enfin, certaines conditionnalités pour les prochaines levées obligataires de ADM devraient être observées ; il s'agit principalement de :

- Garantie de l'Etat puisqu'à défaut la prime de risque avoisinerait 500 points de base par rapport au taux du Bon de Trésor à maturité équivalente et les obligations ADM seraient assimilables à des obligations spéculatives ; cette garantie est également nécessaire pour lever des montants importants ;
- Prime de risque adaptée à la maturité ;
- Structuration répondant aux besoins des investisseurs, en particulier des maturités longues au-delà de 15 ans ;
- Mode de remboursement in fine ou zéro-coupon puisque ADM aura, à très long terme, une bonne capacité de remboursement ;
- Privilégier le taux fixe destiné aux compagnies d'assurances et aux retraites ;
- Prévision d'une tranche révisable et/ou variable destinée à certains investisseurs.

Et ce, afin de réduire le profil de risque actuellement élevé pour les investisseurs

## 4-2. TITRISATION

C'est une alternative intéressante qui serait envisageable à court et moyen terme dans la mesure où elle repose sur le péage qui est une ressource sûre appelée à croître dans le temps. Une nouvelle réglementation devrait voir le jour et pourrait booster ce mode de financement. Aujourd'hui, le Maroc dispose d'une réglementation qui ne permet de titriser que les créances saines et qui sont hypothécaires. Son principe est le suivant [10] :

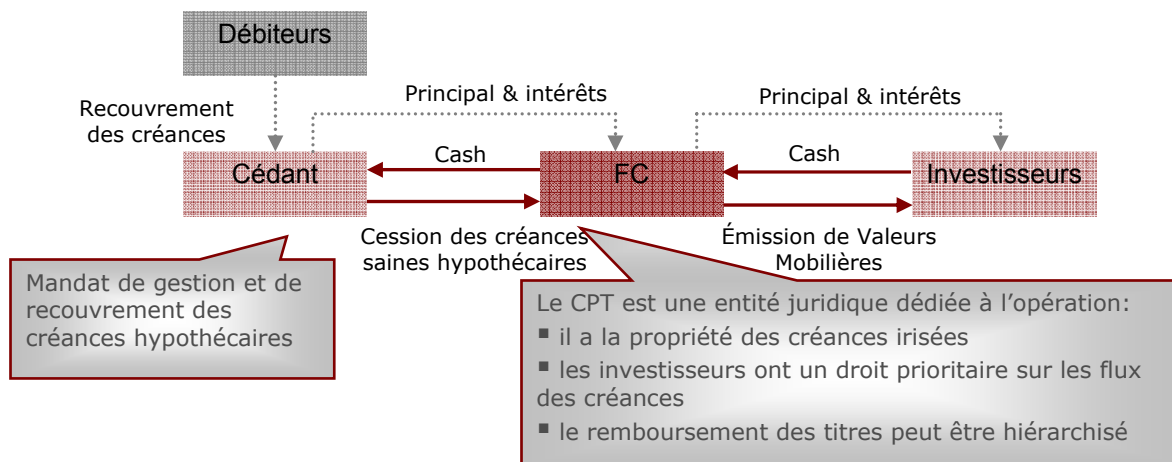


Figure 11 – Principe de la titrisation

Un cédant qui a des débiteurs va céder ses créances saines hypothécaires à un fonds de classement collectif en titrisation. Ce même fonds va avoir recours à des investisseurs qui, à travers l'émission de valeurs mobilières, vont transférer le cash contre un remboursement de principal et un paiement des intérêts. Le fonds va transférer le cash au cédant contre un remboursement en principal et intérêts.

En parallèle, le cédant garde un mandat de gestion et de recouvrement des créances hypothécaires. C'est le cédant qui reste responsable du recouvrement des créances.

Une fois la réglementation amendée, il y a deux options selon le niveau de sécurité recherchée, soit la titrisation des revenus, soit la titrisation de concessions ou de tronçons. La titrisation de revenus serait l'opération la plus intéressante car plus facile et juridiquement moins compliquée. Elle permet d'identifier des revenus et de les affecter à un fonds, lesquels revenus peuvent être identifiés sur un tronçon ou sur plus d'un tronçon. Ses avantages sont principalement :

- Dissociation des flux et du risque : lorsque le fonds va chercher de l'argent, ce n'est pas un risque ADM qu'il va vendre mais plutôt un risque tronçon qui est forcément séparé et cela permet d'améliorer la qualité de signature pour ce fonds, d'autant plus que ce financement n'augmente pas le niveau d'endettement global de la société ;
- Financement qui n'augmente pas le niveau d'endettement ;
- Possibilité pour le Fonds de Placements Collectifs en Titrisation d'atteindre une meilleure qualité de signature et donc un meilleur coût de financement ;
- Possibilité de concordance entre les flux à titriser et les obligations à émettre ;
- Les expériences étrangères ont connu des succès dans des pays comme aux Etats Unis, au Brésil et en Chine dans le même secteur d'activité qu'ADM ont été enregistrés.

Cependant, ce système n'est pas sans inconvénient ; les délais sont relativement longs notamment pour la mise en place de la première opération et il y a actuellement une subordination à l'adoption effective de ce projet de réforme du cadre réglementaire.

#### 4-3. CREATION DE NOUVELLES SOURCES DE REVENUS

Le coût de financement de la construction des autoroutes peut être contrebalancé par la recherche de mise en place de nouvelles activités de ADM en vue de drainer de nouvelles sources de revenus en complément des recettes de péage et des redevances des sous-concessionnaires.

Certaines activités peuvent-être développées dans un horizon à moyen terme et s'avérer rentables ; il s'agit essentiellement de [11] :

- Location de fibre optique passive (location à des opérateurs)
- Concessions d'ouvrages publics (ponts, routes, parkings, ...) ;
- Conseil en organisation pour la construction de grandes infrastructures pour le compte d'opérateurs nationaux ou internationaux ;
- Maîtrise d'ouvrage déléguée des projets d'infrastructure et assistance à la maîtrise d'ouvrage ou d'œuvre des projets d'infrastructure, notamment pour les administrations et les collectivités locales marocaines, les organismes semi-publics marocains (offices et sociétés d'État) et les clients étrangers, en particulier, dans les pays d'Afrique ;
- Concession de parkings ;
- Exploitation et développement de zones touristiques.

#### REFERENCES

1. Contrat-programme Etat – ADM du 1<sup>er</sup> juin 2004 ;
2. Conventions Fonds Hassan II – ADM du 11 septembre 2006, du 28 janvier 2002, du 1<sup>er</sup> juin 2004 et du 06 avril 2005 ;
- 3.4.5.6.7. Sites et documents internes de ces bailleurs de fonds
8. ATTIJARIWAFABANK
9. BMCE CAPITAL - Rencontre annuelle sur le financement des autoroutes – Juin 2006
10. CDG Capital - Rencontre annuelle sur le financement des autoroutes – Juin 2006
11. Etude relative aux nouvelles activités de ADM en 2006 (LMS-IMEG)