

Gouvernance de l'investissement Socialement Responsable au Maroc : Enjeux de crédibilité et de stabilité d'un marché émergent

Governance of Socially Responsible Investment in Morocco: Challenges of
Credibility and Stability in an Emerging Market.

- **AUTEUR 1** : ALIOUA Mohamed,
- **AUTEUR 2** : CHAJARI Khawla,
- **AUTEUR 3** : EL HACHLOUFI Mostafa,

- (1)** : Faculté des sciences juridiques économiques et sociales d'Ain Sebaâ, Université de Hassan II, Casablanca, Maroc.
- (2)** : Doctorante, Faculté des sciences juridiques économiques et sociales d'Ain Sebaâ, Université de Hassan II, Casablanca, Maroc.
- (3)** : Enseignant chercheur, Faculté des sciences juridiques économiques et sociales d'Ain Sebaâ, Université de Hassan II, Casablanca, Maroc.



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

Pour citer cet article : ALIOUA .M, CHAJARI .Kh & EL HACHLOUFI .M (2026) « Gouvernance de l'investissement Socialement Responsable au Maroc : Enjeux de crédibilité et de stabilité d'un marché émergent»,

IJAME : Volume 02, N° 21 | Pp: 130 – 146.



DOI : 10.5281/zenodo.21427228

Copyright © 2026 – IJAME

Résumé :

L'investissement socialement responsable (ISR) s'impose progressivement comme une modalité d'allocation d'actifs conciliant objectifs financiers et prise en compte de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Dans les marchés émergents, son développement ne dépend pas uniquement de l'existence de produits dédiés ou d'un intérêt croissant pour la durabilité, il repose aussi sur la qualité des mécanismes de gouvernance qui rendent l'offre lisible, crédible et vérifiable. Cet article propose un diagnostic du marché ISR marocain et analyse le rôle de trois canaux de gouvernance dans sa maturation : la gouvernance d'information (transparence, comparabilité, vérifiabilité), la gouvernance actionnariale (engagement, vote, discipline des émetteurs), et la gouvernance institutionnelle (standards, coordination, supervision, dispositif anti-greenwashing). La démarche retenue est qualitative et exploratoire, elle s'appuie sur une revue de littérature ciblée, une analyse documentaire du cadre réglementaire et des instruments de place, ainsi que sur l'exploitation d'un matériau descriptif déjà constitué par les encours des OPCVM éthiques/participatifs pendant la période 2022–2024. Les résultats indiquent que l'ISR demeure, au Maroc, un marché encore peu profond, marqué par une dynamique non linéaire des encours, une amélioration réelle mais encore inachevée du reporting ESG, ainsi qu'une structuration institutionnelle progressive portée par le cadre de l'AMMC, le guide ISR relatif aux OPCVM et l'indice MASI.ESG. Les résultats montrent que l'ISR au Maroc reste freiné par l'absence d'intérêt que par l'incomplète maturation de son infrastructure informationnelle et institutionnelle. La contribution principale de cet article consiste à montrer que les mécanismes de gouvernance jouent un rôle déterminant dans la maturation de l'ISR au Maroc, en favorisant son passage d'un segment encore marginal et peu profond vers un marché plus structuré, plus stable et davantage crédible aux yeux des investisseurs.

MOTS CLÉS : ISR ; ESG ; Gouvernance-information ; Gouvernance –actionnariale ; Greenwashing ; Maroc ; Marché émergent

Abstract:

Socially responsible investment (SRI) has gradually emerged as an asset allocation approach that combines financial objectives with the integration of environmental, social, and governance (ESG) considerations. In emerging markets, however, its development depends not only on the availability of dedicated products or a growing sustainability appetite, but also on the quality of governance mechanisms that make the SRI offering intelligible, credible, and verifiable. This paper provides a diagnostic of Morocco's SRI market and examines the role of three governance channels in its maturation: information governance, shareholder governance, and institutional/market-level governance. The study adopts a qualitative and exploratory design, drawing on a focused literature review, a documentary analysis of the regulatory framework and market instruments, and the use of descriptive data on the assets under management of ethical/participatory mutual funds (OPCVM) over 2022–2024. The findings indicate a market segment that remains shallow, marked by a non-linear trajectory of assets under management, tangible yet incomplete progress in ESG disclosure, and ongoing institutional structuring around the AMMC framework, the SRI guide for OPCVM, and the MASI.ESG index. Overall, SRI in Morocco appears constrained less by a lack of interest than by the incomplete maturation of its informational and institutional infrastructure. The paper's central contribution is to highlight the structuring role of governance mechanisms in enabling the transition from niche SRI to a deeper, more stable, and more credible market segment.

Keywords : SRI; ESG; Information Governance; Shareholder Governance; Greenwashing; Morocco; Emerging market.

1. Introduction :

L'investissement socialement responsable s'est diffusé à l'échelle internationale avec la montée de la finance durable et l'intégration progressive des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans la gestion d'actifs. Toutefois, la littérature souligne que l'investissement socialement responsable ne devient pleinement opérationnel que lorsque les critères ESG sont effectivement intégrés par les investisseurs, à condition que l'information disponible soit suffisamment accessible, comparable et fiable pour réduire l'incertitude et éclairer les décisions d'investissement (Amel-Zadeh et Serafeim, 2018 ; Starks, 2023). Dans cette optique, l'enjeu principal ne réside pas seulement dans l'existence de produits portant un label éthique ou responsable, mais aussi dans la qualité de l'architecture informationnelle et institutionnelle permettant de distinguer les démarches ISR crédibles des pratiques simplement déclaratives ou opportunistes. Par ailleurs, cette exigence est toujours difficile à respecter au niveau des marchés émergents, en raison notamment, d'un manque de données ESG comparables, d'une maturité institutionnelle hétérogène et d'un risque accru de conformité susceptible de favoriser le Greenwashing et d'éroder la confiance des investisseurs (Qachach et al., 2025). L'investissement socialement responsable doit donc être considéré non seulement comme un ensemble de stratégies d'investissement, mais aussi comme un marché en plein essor, dont le perfectionnement repose sur des mécanismes de gouvernance, qui peuvent rendre l'ESG mesurable et vérifiable. À cet égard, le Maroc offre un terrain d'analyse particulièrement pertinent. D'une part, l'autorité marocaine du marché des capitaux (AMMC) a renforcé l'encadrement de l'information extra-financière via la circulaire n°03/19, contribuant à formaliser progressivement la divulgation ESG (AMMC, 2019). D'autre part, la place financière casablancaise s'est dotée d'outils spécifiques orientés ISR, en l'occurrence la publication d'un guide ISR dans la gestion des OPCVM, visant à clarifier les approches ISR et à renforcer la protection de l'épargnant face à des démarches suffisamment démontrables (AMMC, 2023), ainsi que la mise en place d'un indice ESG (MASI.ESG) adossé à une méthodologie de notation et à des révisions périodiques (Bourse de Casablanca, 2023). Ces avancées montrent une volonté de structuration institutionnelle, sans toutefois garantir à elles seules la maturité du segment, dans la mesure où la crédibilité dépend aussi de la comparabilité et de la vérifiabilité des données ESG (Amel-Zadeh et Serafeim, 2018 ; Qachach et al., 2025). Sur le plan de la diffusion de marché, les encours des OPCVM à orientation éthique sur la période 2022–2024 suivent une trajectoire non linéaire et leur poids dans l'actif géré demeure marginal, ce qui confirme le caractère encore émergent du segment (ASFIM, 2024). Ce constat suggère que le problème central n'est pas uniquement l'offre de produits, mais la crédibilité du marché, c'est-à-dire la capacité à rendre l'ISR lisible, comparable et vérifiable, condition de

stabilisation de la demande (Starks, 2023 ; AMMC, 2023). Partant de ce constat, ce papier de recherche pose la question suivante : **Dans quelle mesure les mécanismes de gouvernance conditionnent-ils le développement de l'ISR au Maroc en tant que marché émergent ?**

En effet, l'hypothèse générale défendue est que la consolidation de l'ISR dépend de l'articulation entre trois canaux complémentaires : **(1) la gouvernance-information**, qui réduit l'asymétrie informationnelle par la transparence, la comparabilité et la vérifiabilité, **(2) la gouvernance-actionnariale**, qui transforme l'investisseur en acteur de discipline via l'engagement et le vote, **(3) la gouvernance institutionnelle (gouvernance de place)**, qui stabilise les définitions, encadre les pratiques et limite le Greenwashing. Cet article propose ainsi un diagnostic du segment ISR marocain et une grille de lecture fondée sur la gouvernance pour expliquer sa profondeur limitée et la fragilité de la dynamique des encours.

2. Revue de littérature :

2.1 Le marché marocain des OPCVM éthiques :

Au Maroc, il existe plusieurs initiatives pour encourager l'investissement éthique (Label CGEM, Indice Casablanca ESG10, etc.). L'indice Casablanca ESG10 est un indice composite qui retrace la performance des sociétés socialement responsables présentes sur le marché boursier marocain (Hmioui et al., 2022). Néanmoins, le marché marocain des OPCVM éthiques se caractérise par une taille et une croissance mitigée. Ce constat s'explique par la jeunesse du marché financier marocain et par la timidité des réflexions menées par les acteurs autour de l'investissement éthique. En effet, le nombre de ces fonds demeure faible par rapport au nombre total des fonds d'investissement existants. Il convient de souligner *Attijari Moucharaka* lancé en 1996 par Attijari Wafabank, est considéré comme le premier OPCVM éthique au Maroc (Fellaji et Belkheiri, 2015). En plus de ce fonds, il existe six autres OPCVM qualifiés éthiques (*FCP Al Badil Chaabi Ashoum*, *Ptrimoine Al Moussahama*, *Attakafoul*, *FCP Capital Participation*, *Capi*, *Winéo Al Amine*, *SG Actions Plus*). En outre, Attijari Wafabank occupe la première place sur le marché des fonds islamiques avec un nombre de trois fonds : *FCP CAP Al Moucharaka*, *FCP Attakafoul*, *Ptrimoine Al Moussahama* (Fellaji et Belkheiri, 2015). Ces fonds d'investissement excluent systématiquement de leur univers d'investissement les entreprises opérant dans des secteurs d'activité tel que ; l'armement, l'alcool, le tabac, les jeux de hasard, la pornographie, les produits alimentaires origines à base de porc, les banques, les assurances, les sociétés de financement.

2.2 ISR, ESG et stratégies d'investissement responsable :

L'investissement socialement responsable renvoie à une démarche d'allocation d'actifs qui intègre, au-delà des critères strictement financiers, des considérations environnementales, sociales

et de gouvernance. Ces critères constituent ainsi une grille d'analyse de la performance extra-financière. Les stratégies généralement retenues dans la littérature couvrent les exclusions sectorielles ou normatives, ces pratiques renvoient au concept de la sélection positive/Best-in-Class, et l'intégration des critères liés à l'environnement, la dimension sociale, et de gouvernance dans la construction de portefeuille, avec l'intégration de l'engagement actionnarial (dialogue, vote, résolutions) qui vise à orienter les pratiques des émetteurs vers ce canal d'investissement (Starks, 2023).

En effet, l'usage de l'information environnementale, sociale, et de gouvernance par les investisseurs dépend cependant de sa capacité à être intégrée dans les processus décisionnels. Dans ce contexte, Amel-Zadeh et Serafeim (2018) montrent que les investisseurs mobilisant l'ESG font face à un obstacle majeur de l'hétérogénéité des indicateurs, la faible comparabilité et l'insuffisance de la qualité des données, ce qui limite l'opérationnalité de l'ISR. Ce point est crucial dans un cadre de marché émergent, l'ISR n'est pas seulement une intention d'investissement, mais une pratique qui requiert une architecture informationnelle robuste.

2.2 ISR en marchés émergents : Enjeu de crédibilité

Dans les marchés émergents, l'ISR se heurte à des contraintes spécifiques : déficit de données ESG comparables, diversité des pratiques de reporting, maturité institutionnelle inégale, et le risque de conformité superficielle. Qachach et al. (2025) soulignent que ces marchés souffrent souvent d'un (Data Gap) ESG et d'une difficulté à traduire les standards internationaux en pratiques homogènes, notamment lorsque les capacités organisationnelles (ressources, systèmes de collecte, compétences) sont hétérogènes. Dans ce contexte, le développement de l'ISR dépend non seulement d'une performance systématique, mais de la mise en place progressive de la confiance qui pourrait impacter la clarté des stratégies, la comparabilité des informations, et les mécanismes de preuve, limitant le phénomène du Greenwashing.

Dans le contexte marocain, la littérature est généralement orientée vers l'analyse financière des indices/fonds socialement responsable, avec des résultats souvent sensibles aux périodes et aux proxys ESG. Ce constat renforce l'intérêt d'une lecture axée sur les mécanismes de gouvernance, et de leur impact, plutôt que des études orientées purement performances (Bensouda & Oukassi, 2024).

2.3 Les mécanismes de gouvernance de l'ISR :

2.3.1 Gouvernance-information : Transparence, comparabilité et vérifiabilité

La gouvernance-information renvoie à la capacité du marché à produire une information structurée, comparable et vérifiable, c'est une condition fondamentale pour la réduction de l'asymétrie d'information et de la crédibilité de l'ISR (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). La théorie

de l'information montre que lorsqu'elle est difficilement observable, le marché s'expose à la sélection adverse et à l'aléa moral, ce qui fragilise la confiance et la décision d'allocation (Akerlof, 1970 ; Spence, 1973). Les travaux sur la divulgation rappellent que la qualité de l'information et sa comparabilité influencent directement la capacité des investisseurs à allouer leurs ressources efficacement dans ce type d'instruments d'investissement (Healy & Palepu, 2001 ; Verrecchia, 2001).

Dans le cadre marocain, Maghniwi et Oukassi (2025) soulignent que l'ISR demeure freiné par une asymétrie d'information ESG. Bien que l'intérêt pour l'ESG progresse, la disponibilité, la comparabilité et la fiabilité perçue des informations restent insuffisantes pour stimuler et stabiliser durablement la demande. Dans cette perspective, la vérifiabilité occupe ici une place centrale, dans la mesure où l'analyse des rapports institutionnels publiés par les instances concernées montre que la crédibilité des démarches ISR peut renforcer la confiance des investisseurs, à condition que les dispositifs internes de contrôle et de suivi au sein des fonds socialement responsables soient suffisamment matures (Simnett et al., 2009 ; Casey & Grenier, 2015).

2.3.2. Gouvernance-actionnariale : Engagement, vote et discipline des émetteurs

La gouvernance-actionnariale renvoie au rôle des investisseurs dans la discipline des entreprises via l'engagement. Dans une perspective d'agence, ces mécanismes répondent au problème de séparation propriété-contrôle et renforcent le monitoring (Jensen & Meckling, 1976 ; Shleifer & Vishny, 1997).

En outre, la littérature montre également que l'engagement actionnarial peut produire des effets économiques et de gouvernance. Dimson et al. (2015) démontrent ainsi que les engagements ESG réussis, sont associés à des résultats économiques favorables, suggérant que l'actionnariat responsable peut aller au-delà d'une approche purement éthique et jouer un rôle de gestion des risques et d'amélioration des pratiques.

Par ailleurs, dans les marchés émergents, ce canal demeure souvent peu visible en raison de la concentration de l'actionnariat, de la faible traçabilité des votes et de l'absence d'un reporting systématique sur les pratiques de stewardship. Le contexte marocain illustre précisément cette situation : bien que la gouvernance-actionnariale constitue un mécanisme théoriquement central, son observation empirique reste limitée, ce qui justifie de la considérer comme un axe de maturation future du segment ISR.

2.3.3. Gouvernance institutionnelle/de place : standards, coordination et prévention du Greenwashing :

La gouvernance de place inclut les dispositifs collectifs standards, guides et indices de supervision visant à réduire l'ambiguïté, à encadrer les pratiques ISR et à limiter le greenwashing (AMMC,

2023 ; ESMA, 2024). Au Maroc, elle se matérialise par l'encadrement du reporting ESG (AMMC, 2019), la publication du guide ISR relatif aux OPCVM (AMMC, 2023) et l'évolution du MASI.ESG selon la méthodologie Refinitiv (Bourse de Casablanca, 2023). Ces instruments améliorent la lisibilité du segment, mais leur efficacité dépend de la qualité de l'information ESG disponible et de l'existence de mécanismes de preuve. Qachach et al. (2025) alertent précisément sur le risque de conformité superficielle et d'éco-blanchiment lorsque l'ESG devient un exercice de reporting sans contrôle robuste. L'ESMA (2024) confirme au niveau international que la lutte contre le greenwashing constitue une priorité de supervision et suppose des exigences de transparence et d'effectivité des disclosures.

En synthèse, la littérature converge vers une idée centrale : dans un marché émergent, la consolidation de l'ISR dépend moins d'une surperformance financière systématique que de la construction d'une infrastructure de gouvernance capable, d'une part, de produire une information ESG comparable et vérifiable (gouvernance-information) et, d'autre part, d'orienter l'influence des investisseurs vers des pratiques plus robustes (gouvernance-actionnariale), de coordonner les définitions et la supervision pour limiter le greenwashing (gouvernance de place) (Amel-Zadeh et Serafeim, 2018 ; Dimson et al., 2015 ; Qachach et al., 2025 ; ESMA, 2024). Ce cadre soutient directement l'hypothèse centrale du papier : les mécanismes de gouvernance améliorent la crédibilité de l'ISR et donc la stabilité de la demande et son évolution.

3. Méthodologie :

3.1. Design de recherche :

Cette étude adopte un design qualitatif, exploratoire et documentaire, adapté à l'analyse d'un segment ISR émergent où les données ESG comparables restent incomplètes et les mécanismes institutionnels (standards, guides, reporting, supervision) jouent un rôle déterminant. L'objectif est double : (1) établir un diagnostic de marché à partir d'indicateurs descriptifs d'encours et d'instruments de place, (2) analyser le rôle des mécanismes de gouvernance (information, actionnariat, place) dans la crédibilité de l'ISR.

3.2. Sources et constitution du corpus :

Cette recherche s'appuie sur diverses sources de données afin de fournir une compréhension globale du cadre ISR, de son application dans un marché émergent comme le Maroc. En effet, le corpus est construit à partir de trois familles de sources, afin de trianguler les preuves :

3.2.1 Articles académiques (cadre conceptuel et preuves empiriques) :

Les articles mobilisés dans cette recherche, portent sur les critères ESG, la gouvernance et le développement d'ISR au Maroc.

- Thèmes : ISR / ESG, asymétrie d'information, disclosure, engagement-vote
- Objectif : Définir les mécanismes, identifier les relations attendues (gouvernance, crédibilité, adoption).

3.2.2 Documents institutionnels et réglementaires (gouvernance de place) :

Les documents exploités ont été extraits de recherches effectuées sur les sites institutionnels des organismes suivants :

Tableau n ° 1 : Sources de documentation

Document	Organisme	Source
Circulaire n°03/19 Guide ISR OPCVM	AMMC	www.ammc.ma
Méthodologie MASI.ESG	Bourse de Casablanca	www.casablanca-bourse.com
Rapport greenwashing (benchmark de supervision)	ESMA	https://esma.org/

Source : Les auteurs.

3.2.3 Données descriptives du marché :

Les données quantitatives mobilisées portent sur les encours des OPCVM à orientation éthique pendant la période 2022–2024 publiés sur le site de l'association des sociétés de gestion et fonds d'investissement marocains (ASFIM) afin de mesurer la profondeur, la concentration et la stabilité des flux.

4. Résultats :

4.1 Performances des OPCVM éthiques :

Tableau n° 2 : Évolution des encours des OPCVM éthiques au Maroc (Mdh)

OPCVM ÉTHIQUES	2022	2023	2024
WINÉO AL AMINE	62.339.322,91	104.348.638,56	43.131.362,44
ATTIJARI AL MOUCHARAKA	343.422.091,97	321.441.394,30	273.882.098,27
FCP ATTAKAFOUL	524.237.140,24	576.347.195,26	681.184.349,14
PATRIMOINE AL MOUSSAHAMA	45.955.382,71	34.518.019,84	50.614.583,61
FCP AL BADIL CHAABI ASHOUM	133.784.307,10	100.305.020,94	145.540.833,82
SG ACTIONS PLUS	56.166.522,80	492.460.087,67	78.257.911,06
Total des encours	1.165.904.768,00	1.629.420.357,00	1.272.611.138,00

Source : Les auteurs, en exploitant les données de l'ASFIM.

Tableau n° 3 : Croissance individuelle des OPCVM éthiques (2022–2024)

Fonds	Variation 2022–2023	Variation 2023–2024	Croissance annuelle moyenne 2022–2024
WINÉO AL AMINE	+67,4 %	-58,7 %	-16,8 %
ATTIJARI AL MOUCHARAKA	-6,4 %	-14,8 %	-10,7 %
FCP ATTAKAFOUL	+9,9 %	+18,2 %	+14,0 %
PATRIMOINE AL MOUSSAHAMA	-24,9 %	+46,6 %	+4,9 %
FCP AL BADIL CHAABI ASHOUM	-25,0 %	+45,1 %	+4,3 %
SG ACTIONS PLUS	+776,8 %	-84,1 %	+18,0 %

Source : Calculs de l'auteur à partir des encours des OPCVM éthiques (ASFIM, 2022–2024).

L'analyse des encours des OPCVM éthiques pendant la période 2022–2024 montre une trajectoire non linéaire du segment et une forte concentration des actifs autour d'un nombre limité de fonds. En agrégé, les encours passent de 1 165,9 MDH en 2022 à 1 629,4 MDH en 2023, soit une progression de 39,8 %, avant de reculer à 1 272,6 MDH en 2024, soit –21,9 % par rapport à 2023. Malgré ce repli, le segment conserve un niveau d'encours supérieur à celui de 2022, avec une hausse cumulée de 9,2 % sur l'ensemble de la période. Cette évolution suggère un marché en phase d'ajustement, caractéristique d'un compartiment encore émergent, où la dynamique des souscriptions/rachats demeure sensible aux arbitrages des investisseurs.

Une lecture plus fine montre toutefois que la variation agrégée observée sur la période 2023–2024 s'explique largement par le comportement atypique du fonds SG ACTIONS PLUS. Celui-ci a enregistré une hausse exceptionnelle entre 2022 et 2023, passant de 56,2 MDH à 492,5 MDH, soit une progression de 776,8 %, avant de connaître un retrait marqué en 2024, avec un encours ramené à 78,3 MDH, soit une baisse de 84,1 %. En termes de parts de marché, ce fonds passe de 4,8 % des encours totaux en 2022 à 30,2 % en 2023, avant de revenir à 6,1 % en 2024. Ce profil montre que la volatilité du total résulte en grande partie d'un effet de composition. Il révèle également la sensibilité du segment aux mouvements de grands souscripteurs et confirme la fragilité structurelle d'un marché encore de niche. En neutralisant cet effet, c'est-à-dire hors SG ACTIONS PLUS, les encours apparaissent plus réguliers, ils progressent de 1 109,7 MDH en 2022 à 1 137,0 MDH en 2023 (+2,5 %), puis à 1 194,4 MDH en 2024 (+5,0 %). Cette stabilisation relative suggère que le segment hors choc suit une tendance de croissance modérée, tandis que le profil agrégé reste amplifié par des mouvements ponctuels.

Par ailleurs, la période est marquée par une forte concentration des actifs. Les deux fonds les plus importants représentent environ 74,4 % des encours en 2022, 65,6 % en 2023, et 75,0 % en 2024,

indiquant un marché dominé par quelques véhicules. Cette concentration s'accroît en 2024 avec la montée en puissance de FCP ATTAKAFOUL, dont les encours progressent de 524,2 MDH en 2022 à 576,3 MDH en 2023, pour se situer à 681,2 MDH en 2024, soit une croissance continue successive de 9,9 %, et de 18,2 %. Sa part dans le total atteint ainsi 53,5 % en 2024, ce qui confère à ce fonds un rôle de pilier du segment et compense partiellement les retraits observés sur d'autres véhicules.

À l'inverse, certains fonds affichent une dynamique plus défavorable ou davantage volatile. ATTIJARI AL MOUCHARAKA suit une trajectoire baissière sur l'ensemble de la période, passant de 343,4 MDH en 2022 à 321,4 MDH en 2023, puis à 273,9 MDH en 2024. Cette évolution traduit une contraction cumulée des encours et suggère des arbitrages défavorables au profit d'autres véhicules d'investissement. D'autres fonds présentent plutôt des profils d'ajustement : WINÉO AL AMINE progresse en 2023 avant de reculer fortement en 2024, tandis que PATRIMOINE AL MOUSSAHAMA et FCP AL BADIL CHAABI ASHOUM enregistrent un repli en 2023 suivi d'un rebond en 2024. Ces trajectoires différenciées illustrent une réallocation des flux au sein du segment des OPCVM éthiques.

En synthèse, ces résultats montrent que le marché des OPCVM éthiques au Maroc se caractérise par quatre propriétés fondamentales : (1) une trajectoire agrégée non linéaire, (2) une forte sensibilité aux mouvements de quelques fonds, (3) une concentration élevée des encours et (4) une hétérogénéité marquée des dynamiques individuelles. Ces constats renforcent l'idée d'un segment encore en construction, où la stabilité des encours dépend étroitement de la crédibilité des véhicules dominants et de la capacité du marché à consolider la confiance et la lisibilité de l'offre. À cet égard la trajectoire non linéaire des encours suggère que le segment ISR demeure sensible aux chocs de confiance, ce qui renvoie à la maturation encore incomplète des mécanismes de gouvernance-information et de gouvernance de place nécessaires à la crédibilité des démarches ISR. La sensibilité du total aux mouvements d'un seul fonds révèle également une faible profondeur du marché et une concentration des flux, caractéristiques d'un segment émergent où la crédibilité repose sur des mécanismes de gouvernance de place (standardisation, encadrement des dénominations ISR, exigences de preuve) capables de limiter l'instabilité. Par ailleurs, la dynamique plus régulière des encours hors fonds atypique indique l'existence d'une progression sous-jacente du segment, tout en soulignant la nécessité de mécanismes de gouvernance capables d'absorber les arbitrages ponctuels et de stabiliser la demande. Enfin, la forte concentration des encours accroît le risque de dépendance à l'égard d'un nombre limité de véhicules et amplifie l'impact des perceptions de crédibilité. Elle renforce ainsi l'importance de la gouvernance-information (comparabilité et vérifiabilité), la gouvernance institutionnelle, notamment les

dispositifs anti-greenwashing, pour préserver la confiance dans l'ensemble du segment

Enfin, ces résultats convergent vers une lecture selon laquelle le marché de l'ISR, appréhendé à travers le segment des OPCVM éthiques, demeure émergent, concentré et fortement influencé par des flux ponctuels. Cette configuration justifie pleinement une analyse fondée sur les mécanismes de gouvernance : plus la transparence, la comparabilité et la preuve des démarches ISR seront robustes, plus la confiance des investisseurs et la stabilité des encours pourront être consolidées.

4. Discussions :

4.1 OPCVM éthiques est un indicateur de confiance et de maturation du segment ISR :

L'analyse des encours des OPCVM éthiques constituent un indicateur pertinent pour l'analyse du segment ISR. Les trajectoires observées sur la période 2022–2024 (hausse en 2023 puis repli en 2024) et la forte sensibilité du total à la variation d'un fonds spécifique, suggèrent un marché encore peu profond et concentré. Dans cette configuration, les flux ne reflètent pas uniquement des arbitrages financiers, ils traduisent aussi la capacité du marché à rendre l'ISR lisible, comparable et vérifiable, c'est-à-dire crédible. À ce titre, l'analyse des encours ne doit pas être lue comme un simple tableau de performance, mais comme un thermomètre de la solidité des mécanismes de gouvernance qui soutient l'ISR.

4.2 Interprétation des résultats par mécanismes de gouvernance :

4.2.1 Gouvernance de l'information :

Le premier mécanisme explicatif concerne la gouvernance de l'information, entendue comme l'ensemble des dispositifs favorisant la transparence, la comparabilité et la vérifiabilité des données ESG. La non-linéarité des encours peut être interprétée comme la manifestation d'une confiance encore insuffisamment stabilisée dans un segment ISR émergent. Lorsque l'information ESG demeure imparfaitement comparable et faiblement vérifiable, les investisseurs sont davantage exposés à l'incertitude et au risque de greenwashing, ce qui accroît la réversibilité des flux. Or, la crédibilité d'un fonds ISR ne dépend pas uniquement de son positionnement éthique ou responsable ; elle repose surtout sur sa capacité à démontrer la cohérence de sa stratégie ISR, la traçabilité des critères mobilisés et la robustesse des données ESG utilisées. Dans cette logique, la gouvernance-information agit comme un mécanisme de réduction de l'asymétrie d'information. Lorsqu'elle est forte, fiable et suffisamment vérifiable, elle contribue à stabiliser les encours et à limiter le caractère procyclique des souscriptions et des rachats face aux signaux négatifs.

4.2.2 La Gouvernance de place :

Le comportement choc du fond SG ACTIONS PLUS révèle une faiblesse structurelle du segment : une part significative de la volatilité agrégée provient d'un mouvement ponctuel, ce qui suggère une dépendance à quelques investisseurs ou à des flux concentrés. Dans un marché dominé par de tels flux, la gouvernance de place (standards, encadrement des dénominations ISR, exigences de preuve, supervision anti-greenwashing) devient cruciale car elle protège non seulement un fonds, mais la crédibilité du segment dans son ensemble. Dès lors, la concentration et la faible profondeur du marché amplifient l'impact d'un doute sur la robustesse d'une stratégie ISR ou d'un déficit de comparabilité et de vérifiabilité, pouvant ainsi se traduire par des sorties rapides et une volatilité accrue des encours. Dans ce contexte, les instruments de place (guide ISR OPCVM, exigences de reporting, indice ESG) jouent un rôle de stabilisateur systémique, ils réduisent l'ambiguïté, rendent les pratiques comparables et limitent la possibilité d'un ISR purement déclaratif.

De plus, le fait que les encours hors SG ACTIONS PLUS progressent de manière plus régulière est un signal important : il existe une dynamique de fond, mais la stabilité agrégée dépend de l'architecture de gouvernance. Ce résultat suggère que le segment peut croître durablement, à condition que la gouvernance-information et la gouvernance de place réduisent les épisodes de volatilité extrême. De ce fait, la gouvernance joue ici un rôle d'amortisseur, en renforçant la comparabilité et la vérifiabilité, elle permet aux investisseurs de maintenir leurs allocations ISR dans la durée plutôt que de réagir fortement à des signaux ponctuels.

En définitive, la forte concentration des encours signifie que la stabilité du segment dépend d'un nombre limité de véhicules. Ce constat confirme la vulnérabilité d'un marché ISR émergent à deux types de risques : le risque de concentration, lié à la dépendance envers quelques fonds dominants, et le risque réputationnel, susceptible d'affecter la confiance dans l'ensemble du segment. Dans un tel contexte, la gouvernance-information devient déterminante : les stratégies ISR doivent être rendues démontrables à travers des méthodes explicites, des critères traçables et un suivi régulier. Il importe également de consolider les mécanismes de contrôle et d'assurance afin de préserver la confiance dans les fonds dominants et, par extension, dans l'ensemble du marché ISR.

4.2.3 La Gouvernance actionnariale :

La recomposition interne observée entre FCP ATTAKAFOUL et ATTIJARI AL MOUCHARAKA montre qu'un fonds pilier peut connaître une croissance continue, tandis que d'autres véhicules enregistrent des replis ou des trajectoires plus fluctuantes. Cette hétérogénéité peut également être interprétée à travers le prisme de la gouvernance-actionnariale. En effet, dans un marché où l'ISR demeure principalement structuré autour d'approches de sélection exclusions sectorielles ou stratégie Best-in-Class et où l'engagement-vote reste peu documenté, la

différenciation des fonds en termes d'impact réel apparaît limitée. Or, la littérature internationale souligne que l'engagement actionnarial peut renforcer la crédibilité et la valeur perçue d'un ISR véritablement transformateur. Dans le cas marocain, la faible visibilité des politiques d'engagement et la traçabilité limitée des votes peuvent freiner cette différenciation, renforçant ainsi les arbitrages de court terme et la volatilité des encours.

Conclusion :

Les résultats de cette étude montrent que le segment ISR marocain demeure encore peu profond, fortement concentré et marqué par une dynamique non linéaire. La sensibilité des encours à quelques mouvements ponctuels révèle ainsi un marché encore fragile, dont la stabilité dépend largement de la confiance accordée aux véhicules ISR dominants. L'analyse permet de montrer que les mécanismes de gouvernance conditionnent le développement de l'ISR à travers trois canaux complémentaires. D'abord, la gouvernance-information joue un rôle central, car la transparence, la comparabilité et la vérifiabilité des données ESG réduisent l'asymétrie d'information et renforcent la crédibilité des fonds. Ensuite, la gouvernance-actionnariale, à travers l'engagement et le vote, peut contribuer à différencier les fonds ISR et à renforcer leur portée réelle, même si ce canal reste encore peu visible dans le contexte marocain. Enfin, la gouvernance institutionnelle, portée notamment par les standards, les guides, la supervision et les dispositifs anti-greenwashing, apparaît comme une condition essentielle pour encadrer les pratiques, limiter les démarches simplement déclaratives et protéger la confiance des investisseurs. En outre, sur le plan opérationnel, ces résultats invitent l'AMMC à renforcer l'encadrement des produits ISR par des exigences minimales de transparence, un reporting standardisé et des mécanismes de vérification externe. Les sociétés de gestion devraient, quant à elles, documenter plus clairement leurs méthodologies ISR, leurs critères de sélection, leurs sources de données ESG et leurs politiques d'engagement-vote. Les investisseurs institutionnels gagneraient à intégrer des critères de due diligence ISR dans leurs décisions d'allocation, tandis que les entreprises cotées sont appelées à améliorer la qualité, la comparabilité et la vérifiabilité de leur reporting ESG. Ces apports doivent toutefois être appréciés à la lumière des limites de l'étude. Les données mobilisées demeurent principalement descriptives et ne permettent pas d'identifier finement les déterminants microéconomiques des souscriptions et rachats. De plus, l'étude ne démontre pas une relation causale économétrique entre gouvernance et encours. Les recherches futures pourraient donc modéliser les déterminants des flux ISR, construire des indicateurs observables de stewardship et compléter l'analyse par des entretiens auprès des sociétés de gestion et des investisseurs institutionnels.

En définitive, le développement de l'ISR au Maroc dépend moins de la simple existence de produits éthiques que de la capacité du marché à construire une infrastructure de gouvernance crédible. Le passage d'un ISR de niche vers un segment plus profond et plus stable suppose ainsi un basculement d'une logique de simple publication vers une logique de preuve, fondée sur la transparence, la vérifiabilité, la comparabilité et la lutte contre le greenwashing.

Références:

- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Association des Sociétés de Gestion et Fonds d’Investissement Marocains [ASFIM]. (n.d.). *Lettres mensuelles (OPCVM)*. Retrieved March 11, 2026, from <https://asfim.ma/publications/lettres-mensuelles/>
- Autorité Marocaine du Marché des Capitaux [AMMC]. (2019, June 7). *Circulaire n°03/19 relative aux opérations et informations financières* [Circulaire]. https://www.ammc.ma/sites/default/files/Circulaire%20AMMC%20n%C2%B0%2003-19%20op%C3%A9rations_%20et%20informations_%20financi%C3%A8res.pdf
- Autorité Marocaine du Marché des Capitaux [AMMC]. (2023, December 21). *Guide & recommandations : L’investissement socialement responsable (ISR) dans la gestion des OPCVM* [Guide]. https://www.ammc.ma/sites/default/files/GUIDE%20%26%20RECOMMANDATIONS%20%20%20L%E2%80%99INVESTISSEMENT%20SOCIALEMENT%20RESPONSABLE%20%28ISR%29%20DANS%20LA%20GESTION%20DES%20OPCVM%20%2021122023_0.pdf
- Bensouda, G., & Oukassi, M. (2024). Investissements socialement responsables au Maroc : Analyse des tendances de recherche et de la performance financière. *Revue Internationale des Sciences de Gestion*, 7(3), 437–456. <https://revue-isg.com/index.php/home/article/download/1671/1321/5837>
- Bourse de Casablanca. (2023, November 15). *Communiqué : Masi.esg — Nouvelle méthodologie et nouvelle composition* [Communiqué]. <https://media.casablanca-bourse.com/sites/default/files/2023-11/CP%20Masi.esg%2015%20nov%2023%5B1%5D.pdf>
- Casey, R. J., & Grenier, J. H. (2015). Understanding and contributing to the enigma of corporate social responsibility (CSR) assurance in the United States. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 97–130. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50736>
- Dimson, E., Karakaş, O., & Li, X. (2015). Active ownership. *The Review of Financial Studies*, 28(12), 3225–3268. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv044>
- FELLAJI, A., & BELKHEIRI, O. (2015). La Performance des Fonds Islamiques au Maroc Etude comparative entre OPCVM islamiques et OPCVM conventionnels. *Revue de Gestion et d’Économie*, 3(2), 210-228.

- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Alla, L., Bentalha, B., Megzari, G., & Hmioui, A. (2022). Les effets du COVID-19 sur les chaînes logistiques: Une analyse qualitative. Reconfigurations du tourisme en contexte de la crise du Covid-19: Quelles démarches pour quelles résiliences au Maroc et ailleurs?, 1(1), 130-153.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Lyon, T. P., & Montgomery, A. W. (2015). The means and end of greenwash. *Organization & Environment*, 28(2), 223–249. <https://doi.org/10.1177/1086026615575332>
- Maghniwi, R., & Oukassi, M. (2025). Asymétrie d'information et investissement socialement responsable : Cas du marché financier marocain. *International Journal of Applied Management and Economics*, 2(14). <https://doi.org/10.5281/zenodo.15335999>
- Qachach, A. R., El Mahradi, B., Kharbouch, O., Moumen, A., El Aoufi, S., El Gueddari, M., & Abdallah-Ou-Moussa, S. (2025). Towards a social and governance ESG framework for emerging markets: Insights and implications for Morocco. *Moroccan Journal of Quantitative and Qualitative Research*, 7(3). <https://doi.org/10.48379/IMIST.PRSM/mjqr-v7i3.58230>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Simnett, R., Vanstraelen, A., & Chua, W. F. (2009). Assurance on sustainability reports: An international comparison. *The Accounting Review*, 84(3), 937–967. <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.3.937>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Starks, L. T. (2023). Presidential address: Sustainable finance and ESG issues—Value versus values. *The Journal of Finance*, 78(4), 1837–1872. <https://doi.org/10.1111/jofi.13255>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)

Webographie:

<https://www.casablanca-bourse.com/>

<https://asfim.ma/>

<https://www.ammc.ma/fr>

Rapports:

European Securities and Markets Authority. (2024). *Final report on greenwashing*. ESMA.

<https://www.esma.europa.eu>

Global Reporting Initiative. (2021). *GRI Standards*. GRI.

<https://www.globalreporting.org/standards/>

IFRS Foundation (International Sustainability Standards Board [ISSB]). (2023). *IFRS S1: General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information* (IFRS Sustainability Disclosure Standard). <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards-issb/english/2023/issued/part-a/issb-2023-a-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information.pdf?bypass=on>

IFRS Foundation (International Sustainability Standards Board [ISSB]). (2023). *IFRS S2: Climate-related Disclosures* (IFRS Sustainability Disclosure Standard). <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards-issb/english/2023/issued/part-a/issb-2023-a-ifrs-s2-climate-related-disclosures.pdf?bypass=on>