

Le conseil d'administration du CDVM s'est réuni le 12 novembre 2008 au CDVM sous la présidence de Monsieur le Ministre de l'Economie et des Finances.

Lors de cette réunion, le conseil d'administration a examiné une proposition d'amendement de la loi régissant le CDVM, visant à modifier son statut en le transformant en une personne morale publique indépendante et dotée de prérogatives renforcées. Les administrateurs, tout en approuvant les principales orientations de ce projet, ont proposé que ce projet soit rapidement finalisé et introduit dans le circuit d'adoption.

Les administrateurs ont également examiné le rapport d'enquête élaboré par le CDVM sur la baisse du marché boursier durant les séances du 15 au 17 septembre 2008 et sur la diffusion d'informations non publiques relatives au carnet d'ordres de la Bourse de Casablanca. Il en ressort les conclusions suivantes :

Conclusions sur la baisse du marché

A l'issue de ses investigations, le CDVM considère que la baisse du 15 au 17 septembre 2008 ne résulte pas d'une tentative de manipulation de marché, ni d'une pratique généralisée de vente à découvert. En effet,

- Les contrôles effectués sur des centaines de transactions ou d'ordres n'ont permis de détecter aucun ordre fictif ;
- De même, suite à la vérification de tous les ordres annulés pendant ces séances, et à l'examen de tous les ordres importants par leur volume et de tous les ordres à des cours éloignés de la fourchette (« ordres hors seuils »), il apparaît qu'aucun de ces ordres n'a pu être l'outil d'une manipulation de cours ;
- Enfin, au vu du nombre très limité de cas avérés de ventes à découvert et du faible pourcentage qu'ils représentent dans les volumes traités, il apparaît que ces opérations n'ont pas influé sur le cours des valeurs cotées.

Cependant, la baisse du marché a été suscitée par la conjonction de plusieurs facteurs qui, pris individuellement, ne peuvent susciter une tendance, mais dans le contexte particulier des journées du 15 et du 16 septembre ils ont pu contribuer à alimenter la baisse des cours et le sentiment de panique :

- **L'arrêt de certains programmes de rachat** : Certains programmes de rachat ont atteint le seuil bas de la fourchette autorisée dans le cadre de ces programmes et ont donc été interrompus, ce qui a accéléré le mouvement de ventes sur les valeurs concernées et donc la baisse de leurs cours.
- **Les OPCVM sont devenus vendeurs** : Les OPCVM actions ont dû faire face depuis le mois d'août à des rachats supérieurs aux souscriptions, ce qui les a contraint à céder une partie de leur portefeuille pour faire face aux demandes de rachat.
- **Les investisseurs étrangers ont cédé leurs positions** : La crise financière internationale s'est traduite par le désengagement des principaux investisseurs étrangers sur les marchés actions étrangers, y compris sur le marché marocain. Certes, les investisseurs étrangers ne détiennent qu'une faible part des actions

L'autorité qui veille sur votre épargne

Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

marocaines en termes de flottant (1,8% de la capitalisation boursière à fin 2007), néanmoins leur part dans les volumes traités n'est pas négligeable (15% dans le 2ème trimestre 2008) et, sur le mois de septembre, ils ont vendu 2 fois plus qu'ils n'ont acheté.

En parallèle, les éléments suivants ont également contribué au climat particulier de ces journées du 15 au 17 septembre :

- La « **pollution** » **du carnet d'ordres** par quelques ordres à des cours « hors limites », transmis automatiquement à travers la bourse en ligne, sachant qu'aucun de ces ordres n'a provoqué de réservation à la baisse ;
- De **nombreuses annulations d'ordres** des intervenants étrangers, en application d'instructions spécifiques données pour l'exécution, qui ont contribué à perturber la lecture des données de la séance ;
- Un **mécanisme de réservation** qui, en période de fortes perturbations du marché, fait que les réservations sont perçues comme une confirmation de tendance qui finit par autoalimenter le mouvement.

Résultat des contrôles sur la vente à découvert

Le CDVM a contrôlé des centaines de transactions, sélectionnées à travers plusieurs critères discriminants, afin de vérifier l'existence de ventes à découvert et leur impact éventuel sur le marché. A l'issue de ces contrôles, le CDVM considère que les ventes à découvert sont marginales et ne peuvent avoir eu d'impact sur le marché. Les éléments relevés lors du contrôle sont les suivants :

- 1) Le CDVM a identifié des ventes à découvert de 3 personnes physiques marocaines : pour la première, il s'agit d'une erreur; pour les deux autres une audition sera réalisée.
- 2) Les contrôles ont permis de retrouver quatre ordres portant sur des quantités limitées et partiellement à découvert mais dont l'exécution partielle n'a pas causé de défaut de provision.
- 3) Le système informatique de Dar Tawfir a fait l'objet d'une vérification au cours de laquelle il a été procédé à des simulations et le contrôle d'un échantillon d'opérations, ce qui a permis de s'assurer que ledit système bloque automatiquement toute opération de vente à découvert.
- 4) Les ordres de vente des brokers étrangers étaient couverts par des provisions en titres existantes sur leurs comptes ou, lorsqu'ils agissent en tant qu'intermédiaires dans le cas des opérations triangulaires, sur le compte de leurs clients finaux. L'existence de comptes groupés ne favorise pas la visibilité sur le détail des positions des clients finaux de ces brokers étrangers. Néanmoins, il est certain que le risque d'inflation des ventes est très peu probable vu que les positions globales de ces comptes couvrent toutes les opérations de ventes réalisées. Cela réduit l'impact d'éventuelles ventes à découvert sur l'évolution de la bourse.

L'autorité qui veille sur votre épargne

Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

La diffusion d'informations sur le carnet d'ordres transmis par la Bourse de Casablanca

Des informations non publiques relatives au carnet d'ordres de la Bourse ont été diffusées en raison d'une erreur de paramétrage au moment de la migration vers le nouveau système de cotation en mars 2008. Ces informations ont été diffusées auprès de l'ensemble des rediffuseurs d'information, dont Boursomaroc.

L'accès du public à ces informations était possible à travers le site de Boursomaroc, qui n'est entré en service qu'à compter du 24 juin. Les autres rediffuseurs recevaient l'information à travers des systèmes qui, ayant été développés antérieurement à la migration vers le nouveau système de cotation, ne prévoyaient pas l'affichage de l'information non publique.

Le CDVM a reconstitué les faits, a déterminé la liste des personnes ayant eu accès aux informations et a contrôlé les opérations effectuées par lesdites personnes. Les investigations du CDVM aboutissent aux conclusions suivantes :

- Le périmètre de diffusion de l'information comprend principalement les clients ayant un statut de « membre » auprès de Boursomaroc, soit une dizaine de personnes recensées. D'autres personnes ont eu accès à l'information mais sans avoir ce statut. Par ailleurs près de 900 abonnés ont accès au site mais non au carnet d'ordres.
- L'analyse des transactions des clients de Boursomaroc conclut au fait que ces transactions n'ont eu aucun impact direct sur le marché notamment lors de la baisse des séances du 15 et du 16 septembre 2008.
- Le CDVM aboutit à l'absence d'éléments permettant d'avancer que Boursomaroc ait tenté d'utiliser des informations non publiques afin d'en tirer un profit commercial. Il est à noter que le contrat liant la société à la Bourse de Casablanca a été résilié le 22 septembre.
- Le contrat liant la Bourse de Casablanca à Boursomaroc n'est pas précis quant au contenu de l'information diffusée relative au carnet d'ordres.
- Le contenu des informations diffusées, qui aurait dû être paramétré et contrôlé au moment de la migration vers le nouveau système de cotation, n'a pas été contrôlé ultérieurement non plus, et ce pendant une période de plus de 6 mois. Ceci engage pleinement la responsabilité de la société gestionnaire de la Bourse.

L'autorité qui veille sur votre épargne

Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

Décisions du Conseil d'Administration du CDVM

Au vu de ces investigations, le Conseil d'administration décide de mener des actions afin de mieux encadrer les domaines suivants :

- L'interdiction des ventes à découvert doit être plus explicite dans la réglementation.
- Les comptes des brokers étrangers doivent être établis de manière à permettre la traçabilité complète des transactions jusqu'au client final, sans possibilité de globalisation.
- Le prêt-emprunt de titres doit faire l'objet d'un encadrement adéquat.
- Le fonctionnement des programmes de rachat doit être encadré, pour éviter que ces programmes ne pèsent sur la formation des cours.
- La diffusion d'informations sur la situation du marché, notamment à travers des diffuseurs professionnels, doit être encadrée à travers le contrôle de la capacité des diffuseurs et de l'information diffusée.
- La clarification du contrôle de la Bourse de Casablanca, afin de s'assurer que toutes les dimensions de l'activité et du fonctionnement de la Société Gestionnaire sont effectivement couvertes.

De plus, le Conseil d'administration du CDVM considère que la diffusion des informations sur le carnet d'ordres transmis par la Bourse de Casablanca résulte d'une carence collective grave au niveau du management de la société gestionnaire de la Bourse de Casablanca. Aussi, le conseil d'administration du CDVM demande au Ministre de l'Economie et des Finances le remplacement des membres du Directoire de la société gestionnaire.

Enfin, le conseil d'administration du CDVM appelle tous les acteurs et intervenants du marché financier à faire preuve d'éthique, d'objectivité, de discipline et de rigueur dans l'exercice de leur activité, afin d'éviter toute perturbation de notre marché, et pour permettre un développement harmonieux et sécurisé de la place financière marocaine.

Contact CDVM:
Tél : 037 68 89 44
E-Mail : contacts@cdvm.gov.ma

CP/COM/049/2008

L'autorité qui veille sur votre épargne

Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières