



***Revue de Presse
hebdomadaire de l'APSB***

N° 37-2008, du 17 au 21 novembre 2008

FINANCES & BANQUES

Crise financière : la revanche de l'économie réelle

- **Le tourisme, carte maîtresse du Maroc.**
- **Redéfinir le rôle des banques.**

Franc succès pour la Conférence économique annuelle d'Attijariwafa bank (AWB), qui s'est tenue jeudi 13 novembre. Une première édition qui a fait salle comble. Dans le lot, des dirigeants d'entreprises de nombreux secteurs. Il faut dire que le panel d'intervenants méritait le déplacement. Plusieurs auditeurs sont d'ailleurs restés debout pendant des heures. Après une allocution de Mohamed Kettani, PDG d'AWB, Alexandre Adler, célèbre historien et spécialiste des questions géopolitiques, a ouvert le bal. «Nous ne sommes pas à la fin du capitalisme, mais au bout d'un certain capitalisme.

Les règles du jeu doivent être réécrites pour une durée assez sérieuse», souligne-t-il. Dans un premier temps, l'historien s'est attardé à revisiter à sa manière les dégâts occasionnés par la crise. Pour Adler, les grands gagnants, ou du moins, ceux qui auront le moins perdu de cette situation sont deux pays émergents, le Brésil et la Chine. «Le premier a une situation financière exemplaire, même avec une économie manufacturière». Quant à la Chine, son développement est quasi palpable. L'historien a d'ailleurs fait allusion au rebond enregistré récemment au niveau des bourses asiatiques, en même temps que la réunion du Comité central du parti communiste chinois.../... **L'Économiste du lundi 17 novembre 2008.**

Upline Group veut sa part du « BRIC »

- **Brésil, Russie, Chine, Inde, des affaires à prendre.**
- **Le premier marché, l'Etat de Santa Catarina au Brésil.**

Les mots ont un sens. Hassan Aitali, PDG d'Upline Group le sait. L'intitulé de la conférence d'affaires «Santa Catarina, Brazil: states of opportunities», tenue à Marrakech vendredi 14 novembre à l'initiative conjointe avec le gouverneur de cet Etat du sud du Brésil, en dit long. L'ambition d'Upline Group est de s'ancrer encore plus dans sa mission de banque d'investissement. Cette dynamique, déclenchée il y a un peu plus de 15 ans, a été renforcée tout récemment par le partenariat stratégique avec le Groupe Banque Populaire.

Certes sans tambours, mais Upline a déjà initié des démarches visant à déceler et explorer des opportunités de croissance et d'investissement aussi bien au Maroc qu'à l'étranger. En tout cas, la conférence d'affaires, en grande pompe, organisée à Marrakech semble imprimer une nouvelle façon de dénicher les bonnes affaires. Ce premier rendez-vous d'une longue série a été présenté comme une sorte de mise en relation, grandeur nature. D'un côté, un parterre d'une trentaine d'opérateurs économiques marocains triés sur le volet. De l'autre, le gotha économique et politique de l'Etat de Santa Catarina, dont le gouverneur, en VRP, venus vanter, avec force détails, les opportunités d'affaires qu'offrent leur Etat. Santa Catarina, dont la capitale est Florianapolis (5,9 millions d'habitants et six fois plus petit que la superficie du Maroc), ne pèse pas moins de 62,3 milliards de dollars de PIB. C'est l'équivalent du produit intérieur brut du Maroc.../... **L'Économiste du lundi 17 novembre 2008.**

Crise internationale : le Maroc s'en sort bien

Il faut encore une année et demie pour sortir de la crise. Mais comment en sortir plus fort ? Pour Jean-Paul Betbèze, chef économiste, directeur des études économiques et membre du comité exécutif de Crédit Agricole France et membre du cercle des économistes, «la crise est gérable» et on sortira de ce tunnel quand on passera à un autre.

Le premier économiste du Groupe Crédit Agricole définit l'issue de secours comme étant le passage ou plutôt le retour à l'économie réelle, fondée sur l'industrie, le pétrole, le commerce... Quelques grands exemples, l'Inde et la Chine, ainsi les pays du golfe. Ces derniers, bien qu'ils soient suffisamment impliqués dans l'économie mondiale n'ont pas subi le même choc de la crise financière actuelle.

Betbèze qui a animé une conférence à Casablanca, invité par Pierre-Louis Boissière, président du directoire Crédit du Maroc, est revenu sur les causes de cette crise actuelle. D'ailleurs lui, il délimite ses sources à «trois mondes et deux crises ». Le M1 (premier monde), seraient les USA avec une crise 1 dite des «Subprimes» et relative à la chute des encours de papiers commerciaux et des prix immobiliers ou autrement dit à «une dette qui était adorée, puis crainte ». Une autre crise relative à l'inflation et la hausse des prix des matières premières a été connue par le M2, soit chez les pays BRICS (Brésil, Russie, Inde et Chine).

Mais, il revient pour dire que l'inflation n'a en aucun cas était la cause de la crise actuelle « puisque les taux d'intérêt réel dans les BRICS ont été maintenu relativement stables », explique Betbèze. Ensuite les crises 1 et 2 se sont confrontées et ont attaqué le M3, l'Europe. L'Europe a elle aussi été frappée par la crise financière, elle est aussi victime de l'inflation. A cela s'ajoute une crise immobilière d'envergure pour certains pays, et un coup de froid pour les exportations. Dans l'ordre, il y a eu une crise américaine, qui a eu des effets sur l'Europe, ensuite la périphérie européenne, les pays de l'Est et puis aujourd'hui les pays du pourtour méditerranéen.../... **Le Matin du lundi 17 novembre 2008.**

Les banques renforcent leurs fonds propres

En 2007, le ratio de solvabilité moyen du secteur bancaire, calculé selon Bâle I, s'était établi à 12 %. Celui des banques ayant appliqué Bâle II s'est chiffré, en moyenne, à 10,6 %. Sachant que Bank Al-Maghrib avait annoncé son intention de porter le ratio minimum de solvabilité du secteur de 8 % actuellement à 10 % dès décembre 2008, tout en ciblant un objectif de 12 % dans les toutes prochaines années, on ne pouvait que s'attendre à une vague de renforcement des fonds propres des banques afin qu'elles puissent se conformer aux exigences de la gardienne de la politique monétaire très soucieuse de la consolidation de la solidité du système financier national. La crise financière internationale qui ébranle les grandes banques mondiales ne fera que renforcer l'institut d'émission sur sa volonté de renforcer les règles prudentielles du secteur bancaire. Et dans cette optique, le renforcement des fonds propres afin d'accompagner le développement des activités notamment en accroissant les capacités de distribuer les crédits tout en respectant le ratio de solvabilité minimum est devenu le leitmotiv des managers de toutes les banques de la place. Et ce n'est pas parce que les fonds propres des banques ont stagné au cours de ces dernières années.../... **la Nouvelle Tribune du vendredi 20 novembre 2008.**

FINANCE INTERNATIONALE

Crise financière : le G20 dit non à un « supergendarme » de la finance internationale

Les chefs d'Etat et de gouvernement des grands pays industrialisés et émergents du G20 ont posé samedi le principe d'une régulation des marchés financiers sur une base nationale, écartant l'idée un moment évoquée d'un "supergendarme" de la finance mondiale.

"La régulation relève avant tout de la responsabilité des régulateurs nationaux qui constituent la première ligne de défense contre les instabilités des marchés", ont-ils souligné dans leur communiqué final. Pour prendre en compte le fait que les marchés financiers sont désormais "d'envergure mondiale", le G20 a préconisé à l'issue de ses travaux "d'intensifier la coopération

internationale entre régulateurs, de renforcer les normes internationales (...) et de veiller à leur application uniforme". Même au milieu de la pire crise financière depuis la Grande dépression de 1929, il était difficile pour certains pays, Etats-Unis et Canada en tête, d'abandonner un tel pan de leur souveraineté à un organisme supranational. "Le président Bush ne pouvait pas donner son accord au moindre mécanisme international doté de pouvoirs", a souligné Diana Furchtgott-Roth de l'Hudson Institute. "Il pouvait être d'accord avec les principes mais pas avec un quelconque mécanisme susceptible de punir les Etats-Unis".

Le Fonds monétaire international, que la France aurait bien vu dans ce nouveau rôle, se voit demander de mieux prendre en compte la dimension financière dans ses études macroéconomiques: il lui reviendra d'"identifier les points de vulnérabilité et anticiper les tensions potentielles", afin de "jouer un rôle clef dans le traitement des crises" financières futures. Pour ce faire, le G20 lui demande de renforcer sa coopération avec un Forum de stabilité financière (FSF) "élargi". Formés de représentants du Trésor, des banques centrales et des organismes de régulation de 12 pays développés, le FSF - créé après la crise asiatique de 1997 - devra rapidement accueillir des représentants des pays en développement. S'il a renoncé à mettre en place un organisme supranational de régulation financière, le G20 a souligné qu'il ne laisserait aucune pratique à risque ou produit financier nouveau se développer hors de tout contrôle. Aujourd'hui, les fonds spéculatifs à risque ("hedge funds") ne sont soumis à aucune règle. Pas plus que les transactions, effectuées de gré à gré, sur le gigantesque marché des CDS (qui permettent à une entreprise de s'assurer contre un risque de non remboursement), évalué à 60.000 milliards de dollars.../... **Le Matin du lundi 17 novembre 2008.**

MARCHE BOURSIER

Bourse : tout le directoire à virer !

- **Le CDVM rend publiques les conclusions de son enquête.**
- **Tout sur la correction du 15 au 17 septembre.**
- **La baisse ne résulte ni de manipulation du marché ni de vente à découvert.**

Les membres opérationnels du directoire de la Bourse à virer. Leur responsabilité a pleinement été engagée dans l'affaire de la diffusion d'informations non publiques, à travers le nouveau système informatique de la Bourse (installé en mars 2008).

Le CDVM vient de rendre publiques les conclusions de son enquête sur la baisse du marché à la mi-septembre. Ayant été mal contrôlé au moment de la migration, le contenu des informations diffusées auprès de Boursomaroc, laquelle est mise hors de cause, ne l'a pas été plus de 6 mois après son installation. «Une carence collective grave», qui va sonner la fin du mandat de Fathallah Berrada, lequel ne cessait d'accuser la presse «de mélanger et confondre tout». Il n'est pas seul concerné, Haya Hynd Bouhia, directeur général, et Omar Idrissi Kaïtouni, secrétaire général et responsable informatique de la Bourse de Casablanca, sont également visés.

Absence de preuves selon le régulateur

Le CDVM conclut que «la baisse ne résulte ni d'une tentative de manipulation du marché, ni de pratique de vente à découvert». Pour lui, «elle a pu être engendrée par l'arrêt de certains programmes de rachat, la cession massive des positions des investisseurs étrangers, la «pollution des carnets d'ordres, l'annulation d'ordres en nombre, ...» dus à la diffusion irrégulière des carnets d'ordres (les ordres d'achats et de ventes: les connaître à l'avance, mais indûment, permet de spéculer à coup sûr). A travers ses investigations, le gendarme de la Bourse a reconstitué les faits pour déterminer la liste des bénéficiaires des informations non publiques diffusées à travers Boursomaroc. «Le périmètre de diffusion comprend une dizaines de clients, principalement ceux ayant le statut de membre», indique le rapport, qui ne les nomme pas. Et d'ajouter, «l'analyse des

transactions des clients de ce rediffuseur n'ont pas eu d'impact direct sur le marché». Et de là, les équipes de Dounia Taârji ont abouti à «l'absence de preuves» quant à «la tentative d'utilisation des informations non publiques à des fins commerciales par Boursomaroc». Aux yeux du CDVM, les termes du contrat qui lie la Bourse au rediffuseur étaient imprécis. Une analyse dont les lecteurs de L'Economiste avaient eu la primeur à travers les propos de Aomar Yder, président du conseil de surveillance de la Bourse, et Youssef Benkirane, président de l'APSB, (cf. www.leconomiste.com des 10 et 11 novembre).

Le CDVM s'est également penché sur le cas des ventes à découvert. Après avoir contrôlé quelques centaines de transactions, il considère qu'elles sont marginales, de fait, «elles ne peuvent impacter le marché». Cependant, il a pu identifier 3 personnes physiques marocaines ayant eu recours à la vente à découvert. «Pour la première, il s'agit d'une erreur, les deux autres cas seront auditionnés ultérieurement». De plus, les contrôles ont permis de retrouver 4 ordres portant sur des quantités limitées et partiellement à découvert. Toutefois, «l'exécution partielle n'a donné lieu à aucun défaut de provisions», affirme le communiqué.

Autre constatation, «le système informatique de Dar Tawfir bloque automatiquement toute opération de vente à découvert», souligne le gendarme de la Bourse. Rappelons que CFG group avait été accusé de «délit d'initié» et «d'avoir été pris la main dans le sac», par notre confrère Le Matin du Sahara. CFG avait dit qu'il porterait plainte, mais ne l'a pas encore fait, ce qui donnait du crédit aux informations de notre confrère.

Enfin, les investigations du CDVM ont mis en lumière les opérations de ventes des brokers étrangers. Pour le Conseil, ces ordres de ventes étaient couverts par des provisions de titres. En dépit d'une visibilité réduite des comptes groupés de ces brokers, «il est certain que le risque d'inflation est très peu probable». En effet, la position de ces comptes couvre toutes les opérations réalisées. A travers ces décisions, le gendarme de la Bourse montre bien son indépendance. **L'Économiste du lundi 17 novembre 2008.**

La Bourse voit toujours rouge

Pour la 5^e séance consécutive, la Bourse clôture dans le rouge. Vendredi, les deux indices se sont inscrits dans un trend baissier. Le Masi termine, la semaine, en recul à -0,37% à 11.751,65 points. Le Madex fait légèrement mieux, mais perd toutefois 0,35% à 9.662,45 points. Cela porte leur contre-performance annuelle à -7,43 et -7,66%. Pour ce qui est de la capitalisation, elle s'élève à 570 milliards de DH. Côté volume, le marché s'active un peu plus. Il a enregistré plus de 507 millions de DH d'échanges, dont 12 millions sur le marché de blocs. En termes de physionomie, la place a été dominée par CGI qui réalise un volume d'affaires de plus de 150 millions de DH. Le titre finit en progression de 0,27% à 2.190 DH. Addoha, second volume de la séance (133 millions de DH), fait mieux (+0,59%) pour clôturer à 136 millions de DH. Troisième, IAM qui se déprécie de 0,60% à 175,05 DH dans un volume de 92 millions de DH. A l'inverse, le cours de l'action de l'opérateur historique stagne, sur Euronext, à 15,90 euros. Concernant les titres bancaires, AWB et BMCE monopolisent le secteur, dans des volumes respectifs de 11,8 et 11,7 millions de DH. Les deux valeurs se déprécient de 0,94% à 262,50 DH pour la première et 0,76% à 261 DH pour la seconde. BCP, pour sa part, gagne 3,83% à 2.280 DH dans un volume de 7 millions de DH. **L'Économiste du lundi 17 novembre 2008.**

Rendre majeur le CDVM ?

Le conseil d'administration du CDVM, outre l'enquête (voir en pages 39 & 40) a examiné une proposition d'amendement visant à modifier la loi le régissant. Il s'agit de modifier son statut, pour le transformer en «personne morale publique indépendante», dotée de prérogatives renforcées. Les administrateurs ont demandé que ce projet soit «rapidement finalisé» et introduit dans le circuit d'adoption. Salaheddine Mezouar, ministre des Finances et président du conseil d'administration du CDVM, a déjà marqué son intention de rendre le Conseil indépendant de son ministère. Il souhaite que le travail du CDVM soit exempt de toute considération politique, comme cela était arrivé sous les gouvernements précédents, mais pas, il faut le souligner, sous celui de Abbas El Fassi. Cette

indépendance est aussi réclamée par le gouverneur de Bank Al-Maghrib, Abdellatif Jouahri. **L'Économiste du lundi 17 novembre 2008.**

OPCVM : un second fonds « contractuel » validé

Le CDVM a visé la note d'information et la fiche signalétique du fonds «FCP Capital Sûr». Ouvert au grand public, il offre une stratégie de gestion monétaire associée à un contrat de Swap de performance. Cette structure permet à certains souscripteurs de bénéficier d'une garantie de capital égale à 100% du montant investi et d'une participation à la performance de cinq valeurs de la Bourse à travers un contrat de Swap. A noter qu'il s'agit du deuxième fonds appartenant à la catégorie «contractuel» à recevoir le visa. **L'Économiste du lundi 17 novembre 2008.**

Le CDVM absout les sociétés de Bourse

- **Le conseil d'administration du CDVM demande à Salaheddine Mezouar le remplacement des membres du directoire de la société gestionnaire.**

La diffusion des informations sur le carnet d'ordres transmis par la Bourse de Casablanca résulte d'une «carence collective grave» au niveau de la société gestionnaire de cette place financière. Le conseil d'administration du CDVM réuni, mercredi 12 novembre 2008, sous la présidence du ministre de l'Economie et des Finances, est clair et net. Il a demandé à Salaheddine Mezouar d'étudier une proposition visant à modifier son statut en le transformant en une personne morale publique indépendante et dotée de prérogatives renforcées. Trois dossiers ont été au menu de cette réunion. D'abord, il y a la baisse du marché durant les séances du 15 au 17 septembre 2008. À l'issue de ses investigations, le gendarme de la Bourse considère que cette baisse ne résulte pas d'une tentative de manipulation de marché, ni d'une pratique généralisée de vente à découvert. «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», souligne le CDVM. Cela a commencé par l'arrêt de certains programmes de rachat jusqu'aux investisseurs étrangers qui ont cédé leurs positions en passant les OPCVM qui sont devenus vendeurs. Le deuxième dossier sur la table du CA du CDVM concernait l'enquête sur la vente à découvert. En effet, le CDVM considère que ces ventes sont marginales et ne peuvent avoir eu d'impact sur le marché. Ainsi, les enquêteurs de Dounia Taârji ont 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. Les contrôles ont permis aussi de retrouver 4 ordres portant sur des quantités limitées et partiellement à découvert, mais dont l'exécution partielle n'a pas causé de défaut de provision. Par ailleurs, le système informatique de Dar Tawfir a fait l'objet d'une vérification.../... **Aujourd'hui Le Maroc N° 1799 du lundi 17 novembre 2008.**

Bourse : pourquoi les cours ont baissé

- **Pas d'actes délictueux, dit le CDVM.**
- **Une conjonction de ventes.**
- **Problème inédit sur le renvoi du directoire .**

Cela a été un coup de tonnerre: le CDVM «demande au ministre de l'Economie et des Finances le remplacement des membres du directoire de la société gestionnaire» de la Bourse de Casablanca. Une réunion des sociétés de Bourse doit avoir lieu ce mercredi matin, 19 novembre 2008, pour trouver des solutions à cette situation inédite qu'est le renvoi annoncé de tous les hauts managers (cf. L'Économiste du lundi 17 novembre 2008). Le motif invoqué par le Conseil déontologique est que «la diffusion des informations sur le carnet d'ordres transmis par la Bourse de Casablanca résulte d'une carence grave au niveau du management de la société gestionnaire». La balle est dans le camp

du ministre des Finances, lequel préside le CA du CDVM et en a donc déjà approuvé le procès verbal. Il n'empêche que ce sera à Mezouar de prendre la décision finale.

L'affaire du renvoi pose évidemment des problèmes de droit du travail, où il n'y a pas de précédent. Pour compliquer le travail des juristes, le président du directoire fait remarquer un problème de date: il n'était pas en poste au moment de la conclusion du contrat avec Boursomaroc, pas là non plus au moment du changement informatique à l'origine de la diffusion intempestive d'informations. Mais, comme l'indique le CDVM, ce «manquement collectif grave» qu'est la diffusion du carnet d'ordres (permettant de savoir à l'avance l'état exact du marché: qui va vendre ou acheter, en quelles quantités et pour quels prix), n'est pas à l'origine de la baisse brutale des cours les 15, 16 et 17 septembre 2008.

Les causes ne sont pas délictueuses: pas d'ordres fictifs; les ordres hors seuil n'ont pas pu influencer les cours (ils sont depuis la fin septembre annulés automatiquement), et les quatre cas de vente à découvert partiel ne sont pas assez importants pour avoir influencé les cours.

Le CDVM a en revanche identifié les raisons de la baisse brutale, sur lesquelles il faudra se pencher pour d'éventuelles réformes. La première raison est l'arrêt technique des programmes de rachats: la Bourse baissait lentement depuis l'été, donc les sociétés cotées qui avaient des autorisations de rachat, n'ont plus pu le faire car le cours avait touché le plus bas autorisé. Exit donc une série d'acheteurs.../... **L'Économiste du mercredi 19 novembre 2008.**

Bourse : la baisse continue

Ça ne s'arrange pas à la Bourse. Les indices ont encore reculé, en clôturant à 11.678,73 points (-0,62%) pour le Masi, et 9.608,79 points (-0,56%) pour le Madex. Concernant les variations les plus marquantes, Maghreb Oxygène réalise la plus forte hausse, son cours s'étant apprécié de 5,99% à 191 DH. La plus forte baisse échoit à Berliet, dont le titre clôture à 290,45 DH (-5,99%). Le marché central reflète bien la torpeur des transactions, avec un faible volume de 241,09 millions de DH. Maroc Telecom retrouve la tête du podium, à 175,05 DH et un volume de 90,49 millions. Sans surprise, Addoha réalise le second meilleur volume de la séance, soit 58,84 millions de DH pour un cours à 130 DH (-4,41%). Le secteur bancaire est entraîné par AWB, avec 19,88 millions de transactions pour un cours à 261 DH (-0,57%). **L'Économiste du mercredi 19 novembre 2008.**

Affaire V900 : le mystère ne fait que s'épaissir !

- L'enquête du CDVM s'est limitée aux seules séances du 15 au 17 septembre.

Le marché boursier marocain est sous le choc. A l'issue de l'enquête sur les fuites du système de cotation V900, le verdict prononcé par le Conseil du CDVM est allé à contre sens des pronostics des observateurs.

Alors qu'on s'attendait à de sévères sanctions contre des sociétés de bourse, les conclusions de l'état-major du gendarme ont finalement ciblé les membres du directoire car l'erreur, précise le communiqué du CDVM, « engage pleinement la responsabilité de la société gestionnaire et résulte d'une carence collective grave au niveau du management ». A la demande du Conseil, le ministre des Finances devrait demander, dans les jours qui viennent, le départ des trois managers concernés (le président, la DG ainsi que le Secrétaire général).

Contactés par le Matin, les réactions recueillies auprès de quelques membres du Conseil de surveillance de la BCV paraissent divisées en deux groupes. D'un côté, ceux qui estiment que « le communiqué est assez explicite et qu'il n'y a pas lieu de faire des commentaires ». De l'autre côté, ceux qui déclarent ne pas disposer « d'assez d'éléments pour pouvoir s'exprimer sur un commentaire écrit et qu'il se peut que le CDVM a trouvé des choses que nous ne connaissons pas ».

Quant aux trois membres du directoire, ils préfèrent pour le moment s'abstenir de tout commentaire jusqu'à la réunion du Conseil de surveillance.

Sachant qu'une autre réunion, dans le cadre de l'APSB, est programmée avec le CDVM pour début décembre. En attendant, le mystère de l'affaire V900 ne fait que s'épaissir au fur et à mesure qu'on

espère l'éclaircir. D'abord parce qu'avant de décider du départ du nouveau management (désigné il y a à peine six mois), il va falloir trouver la relève. Ensuite, parce que le communiqué ne répond pas à toutes les interrogations. Les enquêteurs ne s'étaient-ils pas limités aux seules séances du 15 au 17 septembre? Alors que la fuite des données non publiques est effective depuis le 3 mars, jour de basculement vers la plateforme de cotation V900. **Le Matin du mercredi 19 novembre 2008.**

Bourse : des soubresauts salutaires

- **Les dessous de l'enquête CDVM.**
- **Ventes à découvert: Les investigations se poursuivent.**

Le dernier conseil d'administration du CDVM va constituer sans doute un tournant dans l'histoire de la Bourse. Par rapport certes à l'appel au limogeage du directoire, mais aussi sur le niveau de transversalité de l'enquête du gendarme de la Bourse qui a ratissé large avant de rendre ses conclusions.

Les investigations sont closes en ce qui concerne la baisse du 15 au 17 septembre et sur les causes de cette baisse. Rappelons-le, les autorités du marché ont conclu en particulier que ni les ventes à découvert ni la diffusion d'informations sur le carnet d'ordres de la Bourse n'étaient à l'origine de la baisse, et qu'elles n'y ont pas contribué non plus. Ce qu'il reste à examiner maintenant, outre le cas des 2 particuliers qui ont vendu à découvert (voir notre encadré en page 24), c'est si les personnes qui ont eu accès à ces informations les ont utilisées dans leurs décisions d'investissement. Il y a en particulier deux gestionnaires d'actifs dont le CDVM doit revoir toutes les transactions. «Si nous arrivons à la conclusion que leurs transactions auraient été différentes en l'absence de l'information confidentielle, alors cela fera l'objet d'un nouveau dossier pour le conseil d'administration», confie à L'Economiste Dounia Taârji, DG du CDVM (voir aussi son interview ci-contre).

Bien entendu, à l'issue de cette affaire, de nouveaux fronts devraient être ouverts sur le plan réglementaire. Ils concernent les ventes à découvert qui ont été au centre de la tempête, même s'il s'est avéré à la fin de l'enquête qu'elles l'ont été dans des proportions négligeantes. Mais ils pourraient aussi cibler d'autres domaines. C'est le cas par exemple des programmes de rachat pour lesquels le gendarme du marché appelle à un peu d'ordre.

«Actuellement il n'y a pas de règles claires précisant les conditions d'intervention dans le cadre du programme de rachat», fait-on valoir auprès du CDVM. C'est ce qui a conduit à des situations où les achats dans le cadre d'un programme de rachat ont représenté une proportion importante des achats sur la valeur, et de cette manière ont contribué à tirer le cours vers le haut ou à créer une tendance. En fait, les ajustements à ce niveau seront d'ordre technique pour permettre à ces opérations de retrouver leurs vocations initiales.

Outre cette reprise en main des modalités des programmes de rachat, le chantier le plus important restera incontestablement les questions de gouvernance, ce que le microcosme médiatique n'a pas forcément remarqué soit dit en passant! **L'Économiste du jeudi 20 novembre 2008.**

Bourse : repenser le système de gouvernance

Entretien avec Dounia Taârji, DG du CDVM

- «Clarifier les rôles et responsabilités respectifs».
- «Ne pas céder à la tentation facile de trouver des boucs émissaires».
- Brokers étrangers: Une circulaire sur les comptes titres pour régler les problèmes.

- L'Economiste: Lorsque vous parlez de négligences graves au niveau de l'équipe gestionnaire de la Bourse, à qui faites-vous allusion, à l'équipe actuelle ou passée?

- Dounia Taârji: Depuis le passage au nouveau système de cotation il y a 8 mois, un certain nombre de contrôles qui devaient être effectués (dont le contrôle de l'information diffusée par les rediffuseurs, et sur des aspects de déontologie) n'ont pas été faits. Ceci engage l'équipe en place, qui est responsable du système de contrôle et de management qu'elle supervise.

- D'après certaines informations, le contrat entre la Bourse et Boursomaroc a été signé en février tandis que la migration vers le nouveau système informatique est intervenue le 3 mars, autrement dit daterait du mandat de l'ancienne équipe dirigeante. Confirmez-vous ces informations?

- En mars dernier, il n'y avait pas «ancienne équipe dirigeante», il n'y avait qu'un membre du directoire, qui a reçu l'appui de certains membres du Conseil de surveillance avant de signer le contrat avec Boursomaroc. Le contrat a effectivement été signé fin février, mais le démarrage effectif de la diffusion des informations par Boursomaroc n'a démarré que le 24 juin 2008.

- Selon votre communiqué, le contrat liant la Bourse de Casablanca «n'est pas précis» quant au contenu de l'information diffusée relative au carnet d'ordres. Quelles précisions auraient dû y figurer, à votre avis?

- Les informations confidentielles qui ont été diffusées portent sur le type d'ordres (rachat, contrepartie, client, etc.) et sur la quantité cachée, deux informations confidentielles contenues dans le carnet d'ordres. Or le contrat ne précise pas les données du carnet d'ordres qui font l'objet du contrat de diffusion. Il n'est donc pas possible, en s'appuyant sur le contrat, de reprocher à Boursomaroc la diffusion de l'information qu'ils recevaient.

- Vous appelez à un meilleur encadrement des programmes de rachat. Est-ce qu'il faut entendre par là qu'il y a eu des négligences? Si oui, de quelle nature

- Ce n'est pas l'objet d'un programme de rachat que de «soutenir» le cours, aussi il est nécessaire de prévoir des règles, à l'instar de ce qui existe à l'étranger, pour faire en sorte que les volumes d'intervention dans le cadre d'un programme de rachat ne représentent jamais plus d'un certain pourcentage du total des volumes d'échange sur une valeur. Il n'y a donc pas de négligences, il y a simplement une évolution de la pratique qui rend nécessaire la mise en place de garde-fous supplémentaires.

- Vous appelez à une clarification du contrôle de la Bourse. Qu'entendez-vous par là?

- La société gestionnaire est une société privée, gestionnaire d'un service public en vertu d'une concession, et soumise à certains contrôles prévus par la loi. Aussi, elle est contrôlée par son conseil de surveillance (contrôle normal du directoire, tel que prévu par la loi sur la société anonyme), par le commissaire du gouvernement (qui s'assure du respect du cahier des charges de la concession), et par le CDVM (qui s'assure du respect de la loi relative à la Bourse et du Règlement général de la Bourse). Le périmètre de contrôle de chacun n'est pas très détaillé, aussi il y a le risque que certaines dimensions soient contrôlées doublement ou au contraire que d'autres domaines ne le soient pas. Par exemple, la rediffusion d'informations n'est prévue par aucun texte, aussi ni le commissaire du gouvernement ni le CDVM ne sont censés la contrôler...

C'est pour cela que nous proposons de remettre à plat et de clarifier les rôles et responsabilités respectifs. De façon plus générale, nous voyons les limites du système de gouvernance mis en place, qui a fait son temps.

Il est temps de s'attaquer aux questions importantes telles que le mode de gouvernance (faut-il garder un directoire?), l'actionnariat (problème du conflit d'intérêts entre des sociétés de Bourse clientes et actionnaires), et le mode de contrôle.

- Est-ce qu'il faut s'attendre à un tour de vis pour ce qui est des diffusions d'informations sur le marché?

- Le CDVM demande qu'une véritable réflexion soit menée sur les attentes en matière de rediffusion d'information, sur la sélection des rediffuseurs et sur les contrats conclus avec eux. Cela devrait conduire à des conditions peut-être plus rigoureuses mais certainement mieux pensées, et plus conformes à la stratégie générale de développement de notre marché.

- Que comptez-vous faire pour améliorer la traçabilité des comptes des brokers étrangers?

- Actuellement, certains brokers utilisent un compte global dans lequel ils consolident les avoirs de tous leurs clients, aussi il est difficile pour le dépositaire de connaître le bénéficiaire final de la transaction, et de s'assurer notamment de la provision titres correspondante. Une réflexion a été engagée depuis plusieurs mois avec les dépositaires, nous élaborons avec eux une circulaire relative à la tenue des comptes titres, et cette question devrait être traitée dans la circulaire.

- Que répondez-vous à ceux qui seraient tentés de reprocher au CDVM d'avoir été trop conciliant et d'avoir, pratiquement, blanchi tout le monde ?

- Je ne suis pas sûre que demander le remplacement des membres du directoire puisse être considéré comme une attitude conciliante... Le CDVM essaie de faire son travail de façon rigoureuse et objective, sans se laisser influencer par les uns ou les autres. Ce n'est pas parce que l'opinion publique souhaite trouver des responsables à la chute des cours qu'il faut sanctionner tout le monde. En demandant le remplacement des membres du directoire de la société gestionnaire, le Conseil d'administration démontre son souci de rechercher les véritables responsabilités et de ne pas céder à la tentation facile de trouver des boucs émissaires. *L'Économiste du jeudi 20 novembre 2008.*

Bourse : réunion du Conseil de Surveillance

Le Conseil de surveillance de la Bourse de Casablanca (BVC) s'est réuni, hier, pour «trancher sur la liquidation» des membres du directoire de la BVC. Au moment où nous mettons sous presse, le Conseil était toujours divisé sur certaines mesures à prendre, à savoir s'il fallait «régler oui ou non les choses à l'amiable». *L'Économiste du jeudi 20 novembre 2008.*

Suivant le CDVM et Mezouar : le Conseil de surveillance de la Bourse limoge le Directoire de la BVC et nomme M. Jawad HAMRI

La logique de la sanction et la nécessité de tirer les leçons d'une grave crise de confiance envers le management de la Bourse de Casablanca ont caractérisé la réunion du Conseil de Surveillance de la Bourse qui s'est tenu hier, mercredi 19 novembre, à Casablanca. En effet, en reprenant à son compte, la suggestion du Conseil d'Administration du CDVM faite au Ministre des Finances de relever de leurs responsabilités les trois membres du Directoire de la Bourse, les actionnaires de la société gestionnaire n'avaient sans doute d'autre choix que d'exprimer à leur tour leur défiance envers ceux qui, ont fini, sinon par porter le chapeau pour d'autres, du moins par payer pour leurs propres erreurs et leur manque d'entente et de cohésion collégiale. C'est pourquoi, le Conseil de Surveillance de la Bourse a décidé de proposer la nomination de M. Jawad Hamri au poste de Président du Directoire, décision qui devrait être facilement acceptée par M. Mezouar, puisque M. Hamri officiait jusqu'à présent comme conseiller du Ministre des Finances.

Mais, Monsieur Hamri n'est pas un inconnu de la Bourse et des milieux financiers puisqu'il dirigeait il y a quelques années une société de bourse de la place.

Et si l'instance supérieure de la Bourse des Valeurs s'est résolue à prendre une telle décision, c'est qu'elle avait pleinement conscience de l'impasse dans laquelle se trouvait la place financière depuis

la publication, le week-end dernier du communiqué de CDVM sur les mésaventures boursières de la mi-septembre 2008.../... [la Nouvelle Tribune du vendredi 20 novembre 2008.](#)

La titrisation va connaître un nouvel essor

La titrisation avait du mal à se développer. Il faut dire que la loi qui l'encadrerait depuis sa création, au début des années 2000, portait en elle-même les germes de sa léthargie. L'ancien texte juridique ayant limité le champ d'application de la titrisation aux établissements de crédits et aux actifs représentatifs de créances hypothécaires de premier rang, saines et consenties à des particuliers pour la construction ou l'acquisition de logements individuels, fait que cette technique de financement ne pouvait jouer un rôle de levier de dynamisation de l'investissement et de développement des secteurs économiques vitaux. La réforme devenait ainsi indispensable pour que cette technique puisse jouer pleinement son rôle d'instrument de financement du tissu économique partant des multiples avantages qu'elle recèle. Aujourd'hui, avec la nouvelle mouture du texte encadrant la titrisation, qui n'attend plus que le décret d'application pour devenir opérationnel, tous les obstacles, ou presque, au développement de la titrisation ont été levés. D'abord, le périmètre des actifs titrisables, principal écueil de l'ancienne loi, a été élargi à d'autres prêts (consommation, équipement, collectivités locales, associations de microcrédit, mobilier, immobilier, etc.). De même, en plus des banques, les entreprises et organismes publics ou privés exploitant les concessions ou licences d'exploitation (Autoroutes du Maroc, ONE, ONDA, IAM, Lydec, TMSA, OCP, etc.) pourront dorénavant recourir à cet instrument de financement. A travers cette ouverture, les autorités visent à permettre aux FPCT (le Fonds de placement collectifs de titrisation) d'acquérir des créances nées dans des secteurs qui sont aussi importants au développement économique et social du pays (consommation des ménages, mise à niveau des entreprises, développement des régions, tourisme, grandes infrastructures, etc.).../... [la Nouvelle Tribune du vendredi 20 novembre 2008.](#)

SOCIETES COTEES

BMCI/SGMB : augmentation de capital

Le CDVM vient de viser deux notes d'information relatives aux augmentations de capital respectives de la BMCI et de la Société Générale. Le montant de l'opération est de 1,4 milliard de DH pour la BMCI, et de 750 millions de DH pour la Société Générale. Cette dernière émettra 2,5 millions d'actions nouvelles, à 300 DH l'unité. La prime d'émission est fixée à 200 DH. Quant à la BMCI, le total des nouvelles actions sera de 2.139.319, avec un prix de souscription de 701,15 DH l'unité, et la prime d'émission de 601,15 DH. Pour la SGMB, la période de souscription ira du 03 au 22 décembre prochain inclus. Quant à la BMCI, la souscription sera ouverte du 28 novembre au 24 décembre 2008 inclus. [L'Économiste du lundi 17 novembre 2008.](#)

Distrisoft : Emission de billets de trésorerie

Le CDVM a visé, hier, la mise à jour annuelle et occasionnelle avec extension de plafond du dossier d'information sur l'émission de billets de trésorerie par Distrisoft Maroc. C'est Financia qui sera responsable du placement. Le plafond de l'émission a été rehaussé de 50 millions de DH et atteint 100 millions de DH pour une valeur nominale de 100.000 DH et une maturité allant de 10 jours à un an. Le taux d'intérêt reste négociable et sera déterminé en fonction des conditions du marché. [L'Économiste du jeudi 20 novembre 2008.](#)

ECONOMIE ET ENTREPRISE

Budget 2009 : un excédent de 10,5 MMDH à fin septembre

Malgré les soubresauts de la crise internationale, les finances publiques affichent une nette détente budgétaire à la fin du troisième trimestre. L'exécution du budget 2008 affiche un excédent de 10,5 milliards de DH, attribuable essentiellement aux recettes fiscales.

Celles-ci ont atteint 131,1 milliards de DH, en progression de 26% en glissement annuel, soit la quasi-totalité des recettes prévues initialement par le gouvernement dans le cadre de la Loi de finances. Cette performance a été tirée essentiellement par une hausse de l'ordre de 63% des recettes au titre de l'IS qui affichent un taux de réalisation dépassant les 133%. En drainant à lui seul 39,1 milliards de DH, l'IS se situe au premier rang des recettes fiscales, suivi de la TVA (33,1 milliards de DH) et de l'IR (24,2 milliards de DH).

De leur côté, les dépenses de l'Etat ont atteint 133,9 milliards de DH, soit un taux de réalisation de 79% par rapport aux prévisions initiales. En l'espace de douze mois, elles affichent une hausse de 19,8%, imputable d'abord à la sensible augmentation des charges de la compensation (+127% à 24,7 milliards de DH). Ensuite, il y a le constat d'une progression des dépenses d'investissement à hauteur de 8,5 milliards de DH, liée à l'accélération des travaux d'infrastructure.

Dans sa note mensuelle de conjoncture, le ministère des Finances se montre rassurant quant à la maîtrise des autres dépenses, en ligne avec les prévisions de la Loi de finances. En effet, les dépenses relatives aux biens et services ont marqué une progression de 3,1 milliards de DH dont 2,3 milliards au titre de la masse salariale. Les charges en intérêts de la dette du Trésor enregistrent une baisse de 606 millions de DH sous l'effet de la baisse de l'encours de la dette intérieure.

Compte tenu d'un solde positif de près de 8,5 milliards de DH des comptes spéciaux du Trésor et d'une accumulation du stock des arriérés de paiement pour près de 5,7 milliards de DH, la situation financière du Trésor dégage, au terme des neuf premiers mois de l'exercice 2008, un excédent de financement de l'ordre de 16,2 milliards de DH. Par ailleurs, grâce à cette amélioration sensible de la trésorerie publique, les sorties du Trésor sur le marché des adjudications se sont limitées à 19 milliards de DH contre 27,3 milliards de DH un an auparavant. Les conditions de financement du Trésor ont été globalement marquées par une baisse des taux sur les segments court et moyen de la courbe. Le moyen terme a enregistré une baisse qui a atteint 8 points de base pour les Bons à 5 ans et une hausse de 7 points pour les Bons à 2 ans. Quant au long terme, il n'a pas été adjugé au cours des neuf premiers mois de l'année 2008 en raison de la hausse excessive des taux proposés.../... **Le Matin du lundi 17 novembre 2008.**

Fiscalité

IS PME : le patronat à moitié gagnant

- **20% au lieu des 30% demandés.**
- **Vignettes auto: Les changements.**
- **Le PJD «débouté» sur l'alcool.**

Le projet de budget est revenu hier en séance plénière. Ce retour a démarré par l'intervention des chefs de groupes parlementaires selon l'ordre de leur poids politique au sein de la Chambre des représentants. La réponse du ministre des Finances sera politique. C'est la dernière ligne droite de l'adoption de la première et la deuxième parties du projet de budget avant de le transférer à la Chambre des conseillers. Il est à préciser que cette séance plénière intervient après l'examen et le

vote des amendements au niveau de la commission des Finances et du développement économique. Au cours de cette étape qui aura duré plus de deux semaines, les groupes qui composent la majorité n'ont pas été percutants. Ils se sont contentés de jouer un rôle de figuration face à une opposition offensive incarnée par le PJD et qui a donné du fil à retordre à Salaheddine Mezouar. Tout au long de la commission, le parti de Abdelilah Benkirane a multiplié les interventions et les propositions. Cela a, sans doute, poussé Salaheddine Mezouar à leur faire des concessions en acceptant certains de leurs multiples amendements. L'un des plus importants concerne les produits dits alternatifs, marqués par une double imposition. Ainsi, les droits d'enregistrement des produits Mourabaha seront calculés au coût de l'acquisition de la banque (première acquisition) au lieu du produit final qui inclut la marge de la banque, indique Saâd Khayroune, député PJD et membre de la commission des Finances. Quant au deuxième volet de cet amendement (la rémunération déductible de l'IR et de la TVA), il sera certainement introduit dans le prochain budget, comme l'a souligné un responsable du ministère des Finances.../... **L'Économiste du jeudi 20 novembre 2008.**