

Université de Strasbourg III

**Ecole Doctorale 101
Droit, Science Politique et Histoire**

Doctorat nouveau régime

Mention « Droit des affaires »

LE CONTRÔLE AU SEIN DES OPCVM : ÉTUDE COMPARATIVE ENTRE LE DROIT FRANÇAIS ET MAROCAIN

Thèse

Présentée et soutenue publiquement le 21 Septembre 2011

Par

Fatiha MADMOUN

Jury :

Madame Anne-Dominique MERVILLE, Maître de conférences et directrice du master 2, Droit pénal financier à l'Université de Cergy-Pontoise
Monsieur Charles GOYET, Professeur de droit à l'Université de Strasbourg III
Monsieur Jean-Louis NAVARRO, Maître de conférences à l'Université de Lyon 2
Monsieur Michel STORCK, Professeur et directeur du Centre du droit de l'entreprise à l'Université de Strasbourg III, directeur de thèse

Je présente mes remerciements à tous ceux qui m'ont soutenu pendant la réalisation de la présente thèse et, en particulier à mon encadrant M. Michel Storck, pour l'orientation, les conseils et les encouragements qu'il m'a prodigués tout au long de la rédaction du manuscrit jusqu'à sa version définitive.

J'exprime également ma gratitude à l'université de Strasbourg (administration, corps professoral, personnel...) qui n'épargne aucun effort pour assurer notre formation dans les meilleures conditions.

TABLE DES SIGLES

AFTE	: Association française des trésoreries d'entreprises.
ANSA	: Association nationale des sociétés anonymes.
ASSFI	: Association des sociétés et fonds français d'investissement.
AGE	: Assemblée générale extraordinaire.
AGO	: Assemblée générale ordinaire.
APSB	: Association professionnelle des sociétés de bourse.
AVD	: Action à vote double.
BAM	: Banque al Maghreb.
BD	: Bon de trésor.
BO	: Bulletin officiel.
BSF	: Bon de société de financement.
BT	: Billet de trésorerie.
BTAN	: Bon de trésor à intérêt annuel.
C.civ	: Code civil.
C.A	: Cour d'appel.
Cass.com	: Cour de cassation chambre commerciale.
Cass.crim	: Cour de cassation chambre criminelle.
CAC	: Commissaire aux comptes.
CBV	: Conseil de bourse et de valeurs.
CDGF	: Conseil de discipline de la gestion financière.
CDOPCVM	: Conseil de discipline des OPCVM.
CE	: Conseil d'Etat.
CECEI	: Comité des établissements de crédit et d'entreprises d'investissement.
CEDH	: Convention européenne des droits de l'homme.
CEE	: Conseil des communautés européennes.
CMF	: Conseil des marchés financiers.
CNCC	: Compagnie nationale des commissaires aux comptes.
CD	: Certificat de dépôt.
CDG	: Caisse de dépôt et de gestion.
CDVM	: Conseil déontologique des valeurs mobilières.
CGEM	: Confédération générale des entreprises au Maroc.
CGNC	: Code générale de normalisation comptable.
CNC	: Conseil national de comptabilité.
COB	: Commission des opérations de bourse.
CPC	: Comptes de produits et charges.
DOC	: Dahir des obligations et contrats.
EIC	: Etat d'information complémentaire.
ESG	: Etat des soldes de gestion.
FCP	: Fonds commun de placement.
FCPT	: Fonds commun de placement en titrisation.
FSMAR	: Fédération des sociétés marocaines d'assurance et de réassurance.

GPBM	: Groupement professionnel des banques eu Maroc.
HT	: Hors taxe.
IS	: Impôts sur les sociétés.
IVT	: Intermédiaire en valeurs en trésor.
JAL	: Journal d'annonces légales.
N.	: Note.
n°.	: Numéro.
O. F	: Option finance.
OAT	: Obligations assimilables di trésor.
OPA	: Offre public d'achat.
OPA	: Offre publique d'échange.
OPCVM	: Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.
Ouv.préc.	: Ouvrage précité.
OPR	: Offre public de retrait.
OPV	: Offre public de vente.
P. A	: Petites affiches.
RO	: Retrait obligatoire.
RDBB	: Revue du droit bancaire et de la bourse.
REDC	: Revue européenne de droit de la consommation.
RJDA	: Revue de jurisprudence de droit des affaires.
RTD. Civ.	: Revue trimestrielle de droit civil.
RTD. Com.	: Revue trimestrielle de droit commercial.
SGP	: Société de gestion de portefeuille.
SA	: Société anonymes.
SARL	: Société à responsabilité limitée.
SBVC	: Société de bourse de valeurs de Casablanca.
SCA	: Société en commandite par action.
SCS	: Société en commandite simple.
SE	: Société en participation.
SICAF	: Société d'investissement à capital fixe.
SICAV	: Société d'investissement à capital variable.
SICAR	: Société d'investissement à capital risque.
SNC	: Société en nom collectif.
SNI	: Société nationale d'investissement.
SVT	: Spécialistes en valeur du trésor.
TCN	: Titres de créances négociables.
TF	: Tableau de financement.
TPA	: Taxe sur les produits des actions.
TPCAPS	: Taxe sur les produits de cession des actions et parts sociales.
TPVCM	: Taxe sur les profits de cession des valeurs mobilières.
TPPRF	: Taxe sur les produits de placement à revenu fixe.
TTC	: Toute taxe comprise.
TVA	: Taxe sur la valeur ajoutée.
VEN	: Valeur exclusivement nominative.
VL	: Valeur liquidative.
VM	: Valeur mobilière.
VON	: Valeur obligatoirement nominative.
U.E	: Union Européenne.

SOMMAIRE

INTRODUCTION

Première partie: Les insuffisances du contrôle interne.

Chapitre 1 : Le commissaire aux comptes : un organe classique des sociétés.

Section 1 : L'évolution de la profession du commissariat aux comptes.

Paragraphe 1 : Statut du commissaire aux comptes.

Paragraphe 2 : Missions du commissaire aux comptes.

Section 2: L'indépendance, garantie de l'efficacité de ces missions.

Paragraphe 1 : La consécration législative de ce principe.

Paragraphe 2 : Le renforcement de ce principe.

Section 3 : Les règles de gestion au sein des OPCVM.

Paragraphe 1 : Respect des principes déontologiques

Paragraphe 2 : Le principe de séparation des fonctions des acteurs au sein d'OPCVM.

Chapitre II : La participation d'autres intervenants au contrôle du respect de la réglementation au sein des OPCVM.

Section 1 : La fonction du contrôleur interne au sein des OPCVM.

Paragraphe 1 : Le contrôle interne : Un atout pour les OPCVM.

Paragraphe 2 : Champ d'intervention du contrôleur interne.

Section II : L'établissement dépositaire : un organe original de l'OPCVM.

Paragraphe 1 : Statut de l'établissement dépositaire.

Paragraphe 2 : Missions et moyens de l'établissement dépositaire.

Deuxième partie : La nécessité d'un contrôle externe.

Chapitre 1 : Le contrôle par les autorités administratives professionnelles.

Section 1 : Au Maroc : le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM).

Paragraphe 1 : Le (CDVM) : une institution spécialisée à caractère public.

Paragraphe 2 : Le (CDVM) : un véritable gendarme du marché.

Section 2 : En France : L'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Paragraphe 1 : L'origine de l'AMF : La fusion de la COB et du CMF.

Paragraphe 2 : La réforme vers l'unification du régime de contrôle de la gestion financière.

Paragraphe 3 : L'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP).

Chapitre II : Le contrôle au sein des OPCVM par la répression.

Section 1 : La sanction directe par l'AMF et le CDVM.

Paragraphe 1 : Le pouvoir de sanction administrative et disciplinaire.

Paragraphe 2 : La protection des droits de la défense.

Section 2 : La sanction indirecte par les tribunaux.

Paragraphe 1 : La sanction pénale.

Paragraphe 2 : La sanction civile.

CONCLUSION

BIBLIOGRAPHIE

GLOSSAIRE

ANNEXES

INTRODUCTION

Personne ne peut nier aujourd'hui l'importance considérable que peut jouer l'épargne dans sa contribution au renforcement de la croissance et à l'amélioration de la productivité.

Etant une source de financement indispensable, presque irremplaçable, et donc une nécessité vitale, l'épargne, il faut bien le dire une fois encore, est à la croissance économique ce que l'oxygène est au bien être physique¹.

La mise en œuvre de cette réalité nécessite une collecte d'épargne suffisante correctement acheminée vers l'investissement productif et sous des formes et des canaux adéquats.

Au Maroc, comme d'ailleurs en France, la gamme des placements disponibles est vaste, autrement dit, les véhicules susceptibles d'assurer la concentration des capitaux et leurs affectations vers le financement de l'économie sont multiples.

En effet, tout épargnant a la possibilité d'acheter ou de vendre immédiatement ses titres en valeurs mobilières (actions, obligations ou autres) au prix qui sera déterminé sur le marché boursier suite à la confrontation entre l'ensemble des quantités offertes et demandées des valeurs en question².

Cette opportunité n'est pas à la portée de tout le monde. Le placement demeure un art complexe. Sa réalisation effective nécessite, au moins, la réunion de deux conditions essentielles. D'un côté une connaissance approfondie de la société dont on achète les titres. De l'autre, la diversification des placements, en réponse à l'adage selon lequel « il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier³ ».

¹ Banque-Populaire, Maroc-Epargne, « Vues économiques, Revue semestrielle du CPM n°7/1995, p.5.

² « L'épargne au Maroc », Revue d'information BMCE, février, 1999, p.13.

³ VITRAC Didier, « Tout savoir sur la bourse », City work, 2001, p.25.

Au niveau de la pratique, il n'est un secret pour personne qu'un épargnant isolé et non expérimenté se heurte dans l'application de ces principes à deux difficultés majeures. D'une part, l'insuffisance des fonds à investir. De l'autre, un épargnant non-initié aux questions financières n'est pas en mesure d'interpréter, de façon précise, l'ensemble des informations diffusées par les sociétés ciblées. Par conséquent, faute de temps et de compétence, ce dernier ne peut pas rechercher dans la masse des titres offerts ceux qui sont dignes d'intérêts⁴.

Tout cela a répandu dans l'opinion publique une fausse image de la gestion individuelle. En l'occurrence celle qui a un accès direct à la bourse, considérée comme une sorte de casino dans lequel le petit épargnant non initié irait à sa ruine⁵.

Les expériences malheureuses des places financières internationales, doublées des contres performances qui ne cessent de se répéter, presque d'une façon continue dans l'histoire du marché boursier, ont accentué ce pessimisme.

Les leçons, ainsi évoquées ci-dessus, sont à l'origine des mesures que les pouvoirs publics marocains, à l'image de leurs homologues étrangers, ont été amenés à prendre pour assurer la protection d'une épargne si peu apte d'être géré elle-même.

De cela découle l'idée d'instaurer une forme de placement et une méthode de gestion collective de capitaux au lieu et à la place d'un placement individuel. Cette technique est inspirée du modèle français, calqué à son tour sur le principe anglo-saxon des « investment fund ».

⁴ SENARD Olivier « *Les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières dans le marché commun et en Suisse* », université de Paris X Nanterre, thèse doctorale, 1974, p. 2 et 3.

⁵ *Au-delà de la gestion directe, l'on distingue la gestion assistée ou conseillée, et la gestion déléguée. Dans le premier cas, le client détient un portefeuille dont il assure directement lui-même la gestion. Ce portefeuille, déposé chez un intermédiaire financier, s'inscrit juridiquement au sein d'une convention de compte titre. Dans le second cas, et pour satisfaire les clients qui désirent, tout en gérant leur portefeuille, bénéficier des conseils des intermédiaires, les établissements financiers développent des formules de conseils personnalisés. Enfin, dans la troisième situation, l'épargnant délègue la gestion de son portefeuille à des spécialistes. Cette délégation peut prendre plusieurs formes :*

- *Soit la gestion est opérée par des établissements spécialisés à travers les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*
- *Soit la gestion de portefeuille est exercée sous mandat par une société de bourse.*

En effet, malgré l'importance économique d'un tel mécanisme d'investissement et en dépit de la spécificité de son statut juridique au sein du droit des marchés financiers, il n'existe pas de définition légale de la notion d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. L'article L. 214-2 du Code monétaire et financier se borne à préciser qu'ils prennent la forme, soit de sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), soit de fonds communs de placement (FCP).

Au Maroc, cette structure de gestion collective est connue sous le nom de (OPCVM), sigle qui se prononce comme un mot ordinaire dans les milieux financiers. Il s'agit là d'un terme générique qui recouvre aujourd'hui, en attendant de nouvelles inventions, deux véhicules de placement collectif en l'occurrence les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les fonds communs de placement (FCP).

La cohabitation de ces deux structures de gestion collective, au sein d'une seule entité juridique, ne s'oppose pas à une définition unique et générale de leur activité. Il s'agit d'un organisme financier et économique qui, en échange de ses propres titres, concentre les capitaux apportés par de nombreux épargnants, avec lesquels sont achetés des titres groupés dans un portefeuille, dont la gestion est l'essentiel de leurs activités.

Dans un désir de sécurité et de protection, cette structure permet aux épargnants un rendement stable grâce à la mise en œuvre d'une politique d'investissement, caractérisée par une répartition des risques, une diversification des placements est exclusive de toute opération spéculative.

Les deux formes de gestion collective rendent, donc, le même service à l'épargnant. Elles le déchargent de tous actes de gestion. Aujourd'hui, ce sont les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières qui assurent le transport en commun de l'épargne individuelle⁶. Ils ont également la même nature économique, car ils sont des intermédiaires financiers entre le grand public et le marché boursier.

En revanche, les deux véhicules de placement à savoir, les fonds communs de placement et les sociétés d'investissements à capital variable, se distinguent de par leur

⁶ BELLETANTE Bernard, « Dictionnaire de la bourse et des marchés », édition Hatier, septembre, 1996, p.232.

structure juridique. Alors que les « FCP », acronyme de fonds commun de placement, sont une copropriété de valeurs mobilières, sans personnalité juridique, constituée à l'initiative conjointe d'une société de gestion et d'un établissement dépositaire, les sociétés d'investissement à capital variable par abréviation « SICAV », sont des sociétés anonymes, à capital variable et possédant, par définition, la personnalité morale.

Dans la pratique, même en ayant la même nature économique et financière, il est aisé de constater que le nombre des fonds communs de placement créé devance celui des sociétés d'investissement à capital variable. L'engouement que les intermédiaires promoteurs ont de cette première forme est justifié. La gestion d'un fonds commun de placement est beaucoup plus facile et moins coûteuse que celle d'une société d'investissement à capital variable qui supporte même légèrement le formalisme de son statut de société anonyme. On peut citer à cet égard qu'un fonds commun de placement n'ayant ni conseil d'administration, ni assemblée générale des actionnaires n'a pas à les réunir⁷.

Le désir de minimiser les coûts n'est pas l'unique raison de ce choix. De l'avis des professionnels de la place, l'ambiguïté juridique de la structure corporative pèse beaucoup sur la décision des promoteurs.

À cet égard, notre réflexion n'a rien de commun avec le choix des promoteurs. Tenter de maximaliser la clarté de cette forme de placement collective en valeurs mobilières, sera la question fondamentale sur laquelle nous allons nous pencher dans le cadre de cette introduction.

La lumière apportée à cette structure nous amène à la situer en tant que véhicule de placement de droit des marchés financiers dans l'échiquier du nouveau droit boursier, de surcroît, pour la Société d'investissement à capital variable en tant que société anonyme spécifique dans celui du droit des sociétés.

Pour se faire et à travers cette introduction, l'on se penchera dans un premier temps sur l'évolution historique de ces organismes (I). Dans un second point, c'est leur utilité qui

⁷ *GALLAIS-HOMMONO Georges, « Sociétés d'investissement à capital variable et fonds communs de placement, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières en France », que sais-je ? PUF, n° 2657, mai 1992, p. 8.*

retiendra notre attention, notamment en matière de protection de l'épargne, et de l'amélioration de la croissance économique (II).

I - Survol historique des OPCVM.

Il y a unanimité sur l'incertitude de l'origine exacte des fonds de placement entant que technique de gestion collective de valeurs mobilières. De nombreux pays se disputent la paternité de ces fonds, en l'occurrence, l'Angleterre et l'Écosse. Cette dernière a joué et joue encore un rôle important dans la mise en œuvre de la formule de placement collectif des capitaux. Ce sont les Écossais qui ont inventé vers 1870 la formule du « fonds fermé».

À cet égard, des petits épargnants confiaient leurs épargnes à des « trusts » gérés par des spécialistes qui la placent en bourse, mais le capital est fixe. L'entrée et la sortie du fonds s'effectuent par la voie de la bourse où le fonds est coté. Or ce n'est que par la suite que les « investment trust » britanniques se constituèrent sous la forme de société « limited company », reconnue juridiquement par le « company act » de 1862⁸.

Certes, l'idée de concentration des capitaux et leur gestion par des experts, capables d'assurer la sécurité des rendements, était connue et appliquée depuis fort longtemps. Elle trouve ses traces chez les banquiers du moyen âge, à travers la notion de placement indirect.

De l'avis de la majorité des auteurs, la naissance du premier fonds d'investissement date de 1922, avec la création par Guillaume premier Roi des Pays-Bas pour stimuler l'industrie nationale⁹.

Le lancement de cette société dans les opérations de banque et son acquisition de participation dominante dans de nombreuses sociétés, lui a ôté le caractère exclusif d'une société d'investissement. Elle n'était donc pas un type pur de société de placement.

D'autres sociétés furent créées à cette époque. Cependant, l'étendue du champ d'intervention des banques d'affaires n'avait pas permis de distinguer nettement une société de contrôle et une société de placement.

⁸ GALLAIS-HOMMONO George, *ouvr.cité*, p. 6.

⁹ Elle est devenue en 1832, à la suite de la séparation de la Belgique et des Pays-Bas, la société générale de la Belgique.

En fait, les conditions économiques et financières de la Grande Bretagne, d'avant 1860, lui accordaient le titre du véritable berceau des fonds de placement.

Ainsi, la gestion collective en valeurs mobilières a pu être opérationnelle grâce à la technique de trust. Cette innovation financière semble donc, lui être propre.

La mise en œuvre de l'ensemble de ces réflexions nous amène à se pencher dans un premier temps sur l'origine des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières dans certains pays du monde (A), avant de focaliser notre attention sur leur transplantation au niveau du marché marocain (B).

A) Dans les pays du monde.

On traitera dans ce cadre l'expérience anglo-saxonne (1) et européenne (2).

1 – Les expériences anglo-saxonnes.

L'Ecosse semble avoir été le berceau des sociétés d'investissement¹⁰, mais ces institutions se sont rapidement propagées à travers la plupart des pays : dans l'Europe Continentale, l'Allemagne, la Suisse, la Belgique et le Luxembourg, les pays bas, l'Italie et l'Autriche, l'Union sud-africaine et le Japon.

La grande Bretagne, suprématie économique du XIX, était le pays le plus riche en Europe et dans le monde, et ceci grâce à la réalisation sur son territoire de la révolution industrielle.

L'étroitesse du marché interne, par conséquent, l'absence des possibilités de placement susceptible d'absorber les fonds disponibles en quête d'une rémunération régulière, allait amener les capitaux anglais à s'expatrier, sous forme d'emprunts extérieurs. À cette époque la Grande Bretagne était le principal créancier du monde.

¹⁰FAFFA Jean-Claude, « Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, expérience américaine », éditions Cujas. 1963, p.3.

Cet engouement devait se solder par des ennuis. Car malgré les rendements élevés obtenus des placements étrangers, cela n'allait pas sans risque. Les pertes furent énormes.

Toutes ces conditions développèrent chez les capitalistes une prise de conscience de l'avantage d'une diversification des risques auxquels répondirent « les investissements trust ».

Au début de cette expérience, les personnes qui y participent n'étaient liées que par un simple contrat. Ce n'est qu'en 1863, date du démarrage de l'expérience anglaise, que les premiers fonds avaient été conçus sous forme du trust au sens juridique du terme¹¹.

Le véritable pionnier de ces fonds fut « le Foreign and colonial Government investment trust », créé à Londres en 1868. Préalablement, deux expériences, mais malheureusement, ont fait leur apparition en 1863, celles de « l'international financial society » et de « london financial association ». Le mouvement progressa rapidement, car en 1875, on dénombrait déjà le pays une vingtaine de fonds.

Malgré la satisfaction qu'a pu permettre le trust, en tant que modalité juridique de placement et grâce aux innovations établies par « le joint stock companies act de 1862 », la voie était ouverte pour l'adaptation de la forme sociétaire. Cet engouement s'accrut rapidement en 1879, suite à un jugement qui déclara les trusts comme étant des associations illégales.

Cette situation profita beaucoup à la forme sociétaire qui se développait grâce à l'abondance du principe de la fixité du portefeuille au profit d'une gestion libre sous le nom de « management investment trust ».

La crise de 1890 déclenchée par le krach de la banque « Baring Brother », avait secoué le monde de la finance. Un bon nombre de fonds ne résistèrent pas à cet événement.

Au lendemain de cette dépression, une réorganisation se dessina. Les fonds connurent une nouvelle ère d'expansion et de prospérité. Cette période coïncide avec l'apparition du

¹¹FAFFA Jean-Claude, « Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, expérience américaine », *ouv. cité*, p.23.

premier fonds de placement américain, calqué sur le modèle anglais. Il s'agit du « Boston personal property trust » créé en 1893.

Ce n'est que par la suite, après la deuxième guerre mondiale, que la technique du placement collectif des capitaux connut des adaptations ingénieuses, mais sous des applications différentes. D'une manière générale l'histoire des conditions économiques et financières, qui a marqué le développement de la gestion collective s'est répétée de la même façon aussi bien aux Etats-Unis qu'en Angleterre.

Ainsi, après la crise de 1929, une nouvelle donne se dessina pour les fonds américains. Les vices qu'a révélés la formule britannique importée du « management investment trust », amenèrent les autorités américaines à se pencher sur « the fixed investment trust », forme qui reposait sur le trust avec, comme principale caractéristique, la suppression presque total de la mobilité de portefeuille. Cette expérience fut importée des Etats-Unis en Grande Bretagne où elle était connue sous l'expression de « unit trust » puis de « flexibilité trust » après la réhabilitation du principe de la gestion libre et l'adaptation du caractère ouvert de fonds.

Les promoteurs « d'investment compagnie américain » adoptèrent la même réflexion qui donna lieu aux mêmes avantages que les « unit trust ». La formule est celle des « open end investment company », appelée également « mutual fund », en substitution non seulement aux « fixed trust » mais aussi au « closed end investment compagny » avec qui elle différaient par leur structure souple du capital défini par les deux lauses d'émission continue et de rachat.

C'est donc les américains qui trouvèrent l'innovation expliquent le succès mondial de la formule ouverte du capital. En 1924, le « massachusets investors trust de Boston » adopte une idée relativement simple : émettre continuellement de nouvelles parts et racheter les anciennes sans passer par la bourse.

Le développement sous forme sociétaire, des fonds de placement « open end » s'est fait aux Etats-Unis dans le cadre du droit commun américain des sociétés.

Les fonds « open end investment compagnies » constitués sous forme de « corporations » ne se présentèrent pas comme des sociétés à capital variable au vrai sens du terme. Leurs promoteurs n'eurent pas le souci d'imprimer à leur capital une variabilité

absolue. Il trouvèrent dans le cadre même du droit commun des sociétés la possibilité de mettre en œuvre les caractéristiques du fonds « open end ».

Cette mise en œuvre effective fut favorisée par le fait que les sociétés bénéficièrent, aux Etats-Unis, du principe de l'« authorised capital » et de l'éventuel rachat de leurs propres actions sans être astreintes à une réduction corrélative de leur capital.

Grâce à cette technique, les fonds ouverts et contrairement homologues fermés, survivent au « krach » de 1929 et se développèrent rapidement après 1945. Après la seconde guerre mondiale la formule « ouverte » se diffuse dans le reste du monde.

2 - Les expériences européennes.

Aux pays Bas, malgré l'existence ancienne d'institutions assez particulière se rapprochant des « investment trust », l'avènement des sociétés d'investissement identique aux « managements investment trust » anglais et des « open-end compagnies » américains, n'eut des échos qu'au début du XX siècle notamment pendant la première guerre mondiale. A cette époque le marché financier hollandais connut un développement considérable grâce à l'afflux de capitaux étrangers qui recherchaient un rendement sécurisé d'une façon régulière.

En Suisse, l'adoption de la formule du placement collectif en valeurs mobilières ne s'est fait qu'après la crise de 1929. L'initiative du premier fonds suisse de placement collectif en valeurs mobilières était lancée en 1930 par la société internationale de placement (SIP).

Avant cette date, certaines sociétés ont pu présenter, des caractères semblables avec les fonds d'investissement. Mais, en réalité, leur structure fut celle des holdings et de sociétés de financement. La première remonte en 1849, date qui a connu la création en suisse « omnium société genevoise d'emploi de fonds ».

Ce n'est qu'au lendemain de la deuxième guerre mondiale, à l'instigation d'un groupe privé belge, qu'une société anonyme de gestion lança des fonds dans le cadre du rapport juridique inspiré du trust. À l'époque la législation belge s'opposait à la constitution de fonds « open end » ayant la forme d'une société à capital variable.

Passant par les mêmes tentatives belges, en Allemagne, l'idée de l'investissement en commun a trouvé écho sur l'initiative d'une société à responsabilité limitée. Cette dernière a créé des fonds sur la base de rapports juridiques inspirés du trust. Ils appartiennent à la même catégorie que les fonds suisses et belges. La législation de la république fédérale allemande n'offrait pas à cette époque, la possibilité pour la création des fonds du type « open-end » sous forme sociétaire.

À la différence des expériences précédentes qui mettaient l'accent sur le trust comme base juridique pour la mise en œuvre de la formule de placements collectifs, le modèle italien, de type management, mais « closed-end » (société à capital fixe), a été créée sur l'initiative d'une société financière connue sous le nom de : « La centrale »¹².

En France, les conditions de l'apparition et du développement des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont différentes des expériences étrangères étudiées ci-dessus. Ainsi, malgré l'importance des richesses accumulaient avant 1914, second pays après la Grande Bretagne, la France était marquée par une absence presque totale de société de placement jusqu'à la récente apparition des sociétés d'investissement¹³.

Les expériences malheureuses vécues par les fonds anglo-saxons et leur influence sur la psychologie de l'épargnant français, qui avait un sentiment d'insécurité à l'égard des valeurs à revenu variable, l'obstacle fiscal de la double imposition, et enfin, la prédominance sur le marché des banques d'affaires et des grands établissements de crédit, sont autant de facteurs qui ont conduit à une apparition tardives de ces organismes¹⁴.

En effet, les premières formules de placement collectif en valeurs mobilières sont apparues en France en 1945 sous la forme de sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF). La loi relative à ces formes est le fruit de circonstances particulières, liées à l'après guerre, et non pas à une manifestation de volonté des autorités publiques d'instituer ce genre d'instrument d'attraction de l'épargne.

¹² SENARD Olivier, « *Les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières dans le marché commun et en suisse* », Université de Paris X Nanterre, thèse doctorale, UER de sciences Juridiques, 1974.

¹³ ROLLAND DE RAVEL Robert, « *Les sociétés d'investissement : étude juridique, économique et financière* », librairie du Recueil Sirey, 1959, p. 26 et suivants.

¹⁴ Rappelons que de nombreuses sociétés de titres existaient en 1914, et certaines se rapprochaient des sociétés de placement. On cite à cet égard : *Le crédit mobilier des frères Pereire et la société financière franco-américaine. D'autres se fondèrent plus tard, mais leur existence fut courte.*

Concrètement, l'acquittement par les sociétés de l'impôt de solidarité nationale par une remise de titres¹⁵, ceux acquis en vertu des confiscations de profits illicites, des réquisitions d'avoirs à l'étranger, des nationalisations et ceux acquis en vertu de l'attribution à l'Etat des biens sans maître, ont pour conséquence de rendre ce dernier détenteur d'un vaste portefeuille de valeurs mobilières. La possibilité de gestion de ce portefeuille par l'Etat lui-même étant exclu. En réponse à ce souci, la solution se trouve à l'origine de la promulgation de l'ordonnance du 2 novembre 1945¹⁶.

Malgré le développement rapide dû essentiellement à un traitement fiscal favorable, ces sociétés d'investissements fermées n'ont pas eu les résultats escomptés, car elles ont été incapables de jouer leur rôle au niveau de l'investissement, de collecte et d'orientation de l'épargne vers les valeurs mobilières par conséquent vers le marché boursier¹⁷.

En fait, deux facteurs ont été derrière le succès limité de ses ancêtres des sociétés d'investissement à capital variable françaises. D'un côté, la fixité du capital et de l'autre, la décote de leurs actions.

En s'inspirant des fonds de placement collectif « open-end » existant en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis, le législateur français a ouvert la voie à la création, en France, des Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Ce nouveau cadre juridique remonte à 1957. Cependant, ce texte est resté sans application jusqu'à la réunion d'un comité en 1963. Ce n'est que suite à l'avènement du décret du 20 septembre 1963 que les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières furent enfin consacrés.

Les raisons de ce retard sont à la fois politiques (pour assainir les finances nationales, on comptait sur une épargne abondante tournée sur les emprunts d'Etat et le bon de trésors français) et économique (le contexte boursier n'est pas favorable à leur apparition). Elles expliquent cette longue attente entre l'adoption de la loi et la publication des arrêtés

¹⁵ *Impôt instauré par l'ordonnance du 15 août 1945.*

¹⁶ *Aménagement fiscal du 30 juin 1952.*

¹⁷ *La première société d'investissement fut la SNI (société nationale d'investissement, constituée en mars 1945 avec un capital initial de 2 milliards de francs, ce n'est qu'en 1952, que des sociétés privées d'investissement furent créées par (décret du 30 juin 1952).*

ministériels. Ce n'est qu'en 1964 que la première société d'investissement à capital variable fut créée.

Jusqu'en 1978, date fatidique du vote de la loi Monory, les sociétés d'investissement à capital variable ont connu un succès relatif et modéré auprès des épargnants. Le rôle de cette loi est double¹⁸. D'un côté, elle a servi à les transformer en véritables instruments d'épargne populaire, de l'autre, c'est aussi elle qui a permis de mettre en relief la complexité et l'inadaptation du fonctionnement juridique des sociétés d'investissement à capital variable réglementées à la fois par la loi du 24 juillet 1867 sur les sociétés à capital variable, l'ordonnance de 1945 modifiée en 1963 et la loi de juillet de 1966 sur les sociétés commerciales. De ce fait est apparu, aux pouvoirs publics une nécessité d'améliorer les statuts propres aux sociétés d'investissement à capital variable¹⁹.

C'est la loi n°79/12 du 3 janvier 1979 qui a répandu à ce souci. Elle a abrogé les dispositions antérieures pour donner aux sociétés d'investissement à capital variable un statut plus conforme aux nécessités de leur gestion quotidienne. En réalité, c'est grâce à ce texte que le législateur français a donné aux Sociétés d'investissement à capital variable leur forme définitive²⁰.

Ainsi, la loi du 24 juillet 1966 régissant l'ensemble des sociétés françaises est applicable, pour l'essentiel, aux sociétés d'investissement à capital variable. Par ailleurs, la loi du 3 janvier 1979 et ses textes d'application regroupent l'ensemble des dispositions qui leur sont particulières.

Le processus de modernisation ne s'est pas arrêté là. Le ministère de l'Economie et des finances avait annoncé en 1986 la réforme des lois de 1979 relatifs aux sociétés d'investissement à capital variable et aux fonds communs de placement. La refonte était motivée principalement par la nécessité d'harmoniser la législation française et de la rendre compatible avec la directive européenne du 20 décembre 1985 portant « coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

¹⁸ *La loi Monory du 13 juillet 1978.*

¹⁹ *DOURLENS Philippe, « Comment choisir sa SICAV ou son FCP ? », université de Paris I Panthéon Sorbonne, mémoire de DESS, gestion financière et fiscalité, 1991/1992, p.10.*

²⁰ *La loi n° 79/12 du 3 janvier 1979.*

Ce n'est qu'en novembre 1988 que le projet de 1986, cité ci-dessus et après avoir subi de nombreuses modifications, a été examiné par le sénat. L'assemblée nationale adopte le texte le 19 décembre 1988. Elle sera suivie de deux décrets d'application le 6 septembre 1989²¹.

Aujourd'hui, l'organisation et le fonctionnement des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières français sont régis par la loi entrée en vigueur le premier octobre 1989, et par les textes relatifs à son application ayant la forme de décret, d'une part et de règlements, instruction ou décision de la Commission des opérations de bourse d'autre part.

B) La transplantation au Maroc.

Ce n'est qu'au milieu des années soixante, après inspiration de son homologue français, que le législateur marocain a pris conscience de l'utilité des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières comme instrument essentiel susceptible de favoriser la canalisation de l'épargne nationale vers le financement de l'économie. Et par conséquent de donner une impulsion nouvelle à l'office de cotation des valeurs mobilières de Casablanca et d'attirer et fixer dans ce pays des capitaux étrangers²².

Il faut le dire encore, le statut des Organismes collectif en valeurs mobilières s'inspire de l'expérience française. La plupart des dispositions du décret royal portant loi en date du 22 octobre 1966, édictant une législation spéciale pour les sociétés dites d'investissement et pour une société d'investissement qualifiées de nationale, sont empruntées à la législation française de 1945²³.

²¹ Décrets d'application n°89/623 et n°89/624.

²² En 1929, c'est les banques qui instituèrent « l'office de compensation des valeurs mobilières », le développement de cet organisme, qui fit l'objet de plusieurs arrêtés du directeur des finances à partir de 1942, entraîna sa réorganisation par l'arrêté du 13 juillet 1948 et la première transformation de sa dénomination en office de cotation des valeurs mobilières ». Cette réorganisation fut complétée par l'arrêté du directeur des finances du 8 septembre 1948 et le dahir du 22 octobre 1948 qui conféra à cet office la personnalité morale. Un décret royal portant loi du 14 novembre 1967 aurait de nouveau modifié la dénomination de cette institution en « bourse des valeurs » complète par le décret royal du 15 novembre 1967 et arrêté du ministre des finances du 19 novembre 68. Aujourd'hui, l'organisation et les attributions de la société de bourse des valeurs de Casablanca sont définies par le titre II du dahir portant loi n°1.93.211 du 21 septembre 1993 complétée par la loi 34/96 du 9 janvier 97.

²³ LAZRAK Rachid, « Le nouveau droit pénal des sociétés au Maroc », édition la porte, 1997. p.17.

À l'instar de son homologue français, le législateur marocain n'a pas adopté la formule la plus moderne des fonds de placement à capital variable, en l'occurrence celle des « open end investment company », nées aux Etats-Unis, importées en Grande-Bretagne et qui se sont épanouies avec succès en Europe. Il s'est contenté de la catégorie « closed-end » caractérisée par la fixité du capital.

Cette attitude ne permet pas de conclure à l'ignorance du législateur marocain des avantages et des succès des formules « open end ». Elle trouve sa raison profonde dans l'origine même du décret royal de 1966, qui est celle de répondre à la réalisation du désir d'aménager la gestion du portefeuille de l'Etat²⁴.

Ces « closed end investment company » auraient pu se créer au Maroc même avant l'avènement d'un cadre juridique qui leur est propre. Néanmoins, un régime fiscal pénalisant existait. Cet obstacle résidait dans le fait que les revenus des valeurs mises dans leur portefeuille auraient subi une double imposition, notamment au titre de l'impôt sur les bénéfices professionnel. C'est pour cette raison que cette forme de placement n'a pu se développer, sans une intervention législative leur accordant des faveurs fiscales, tout en édictant des règles particulières susceptibles de garantir d'une façon efficace, la sécurité des souscripteurs de ces organismes.

Au début, c'est la société nationale d'investissement (SNI) qui a été créée avec effet à compter du 23 décembre 1966²⁵. Cinq ans après, plusieurs autres sociétés privées d'investissement ont été créées.

Ainsi, en 1973, à l'instigation de la société nationale d'investissement, afin de renforcer son action sur le marché financier et en dehors de son cadre légal propre, ont été créées trois sociétés privées. On cite à cet égard, la société épargne croissance, la société épargne rendement et la société d'épargne mobilière.

²⁴ *À l'époque, d'une part, l'Etat lui-même et, d'autre part divers organismes étatiques sont en possession d'actions de sociétés commerciales, il a donc paru utile de créer une société nationale d'investissement qui assure la gestion des valeurs mobilières que les personnes morales de droit public lui apporteront.*

²⁵ *Arrêté du ministre des finances portant approbation des statuts, bulletin officiel 1967, p.420.*

En 1974, sur l'initiative de la banque marocaine pour le commerce et l'industrie a été créée sur la société « Maroc investissement ».

Cependant, les sociétés d'investissements fermés n'ont pas eu les résultats escomptés, car elles n'ont pas réussi à drainer l'épargne publique vers la bourse. Le nombre de sociétés instituées, depuis la promulgation du décret en question, montre pertinemment l'échec du législateur à atteindre son objectif. L'aspect juridique contraignant, auquel s'ajoute le régime fiscal pénalisant qui résume l'essentiel des raisons de ce succès limité²⁶.

Cette situation a duré longtemps. Il faudra attendre plus de deux décennies pour que les pouvoirs publics établissent un texte qui consacrait un nouveau cadre juridique susceptible d'éviter les obstacles et les inconvénients de l'ancienne structure.

En effet, ce n'est qu'en 1993 que le législateur marocain, en s'inspirant, des dispositions françaises de 1988 sur les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, a instauré les sociétés d'investissement à capital variable, structure ouverte des sociétés d'investissement et les fonds commun de placement²⁷.

L'absence totale de la formule sociétaire « open end » au Maroc jusqu'à une date récente ne permet pas de conclure à l'ignorance du législateur des avantages et des succès que pourrait réaliser cette dernière. Ce retard trouve sa raison profonde, à notre avis, dans la faiblesse de la structure législative accumulée, autrement dit, l'arsenal juridique des sociétés anonymes étant un obstacle à leur apparition.

Le retour aux circonstances qui ont accompagné l'avènement des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières au Maroc nous amène à conclure que le climat juridique de l'époque n'était pas propice. Sous l'égide du dahir de 1922 cette structure ne pouvait pas s'épanouir. Il aurait fallu la promulgation du dahir de 1993 pour introduire ces structures au Maroc. En plus, il n'y avait pas une législation autorisant les sociétés par action à avoir un capital variable.

²⁶ DECROUX Paul, « Les sociétés en droit marocain », édition la porte, 1988, p.275.

²⁷ Dahir portant loi n°1.93.213 du 21 septembre 1993 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Par ce contexte, le législateur marocain a essayé d'adapter leurs statuts, aussi bien aux souhaits des épargnants qu'aux besoins de la structure économique et boursière au Maroc, tout en les placent sous le contrôle du Conseil déontologique des valeurs mobilières. Equivalent de l'autorité des marchés financiers en France, afin de créer un cadre solide, une protection poussée des souscripteurs et du marché financier en général et de canaliser leur développement.

Au Maroc, comme d'ailleurs en France, le dahir de 1993 regroupe les deux formes existantes des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, à savoir les sociétés d'investissement à capital variable et les fonds communs de placement, avec comme objectif de veiller à la stabilité du cadre juridique de ces organismes, car ils seront régis par voie réglementaire et non plus de façon législative.

Ces structures d'accueil de l'épargne collective en valeurs mobilières sont classés en deux catégories : La structure corporative et la structure contractuelle. La première adopte la forme de société anonyme, tandis que la seconde fait usage d'un outil juridique qui lui est spécifique, notamment le contrat de mandat.

En fait, seule la nature juridique et le capital social minimum différencient les fonds communs de placement des sociétés d'investissement à capital variable. On assiste à une interposition d'une personne morale au cas d'une constitution des fonds sous forme de société et de l'absence d'une telle interposition au cas d'une création des fonds du type contractuel.

Pour un épargnant, la différence entre ces deux entités n'existe pratiquement pas puisqu'il peut entrer dans un fonds commun de placement ou une société d'investissement à capital variable en devenant propriétaire d'une partie de leurs actifs (sous forme de parts ou d'actions) ou en sortir en cédant à la structure en question cette souscription.

En revanche, malgré la coexistence de ces deux formules, il est étonnant de constater que le nombre des fonds communs de placement opérationnel devance celui des SICAV. Cette situation semble s'expliquer à la fois par des difficultés d'adaptation du statut juridique et fiscal de la société anonyme et par le caractère spécifique des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières contractuels conçus dès l'origine pour la gestion collective de l'épargne.

II - Utilité des OPCVM.

L'évidence de l'intérêt d'une gestion collective de l'épargne s'est imposée depuis longtemps dans les pays industrialisés. En effet, cette formule de placement collectif des capitaux en valeurs mobilières, dans le cadre d'une structure corporative telle que l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, offre aux petits et moyens épargnants une gestion rationnelle et compétente de leurs fonds.

La protection et l'amélioration de l'épargne sont les premières fonctions économiques liées à cette structure (A). Elle n'est d'ailleurs pas la seule, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, peuvent également jouer un rôle considérable en matière de la régulation et de la stimulation du marché des valeurs mobilières tout en assurant un financement indirect de l'économie (B).

A) Protection et amélioration de l'épargne.

Ce n'est un secret pour personne que le particulier livré à lui-même ne montre que peu d'aptitude à gérer judicieusement son portefeuille. L'art du placement est complexe. La gestion d'un avoir mobilier nécessite la réunion d'un certain nombre de principes. On cite à cet égard, celui de l'adaptation des placements aux conditions personnelles, la connaissance approfondie des valeurs, la division des placements et enfin la surveillance continue des placements²⁸.

La mise en œuvre de ces principes exige des connaissances qui ne sont pas à la portée de l'épargnant non initié notamment le petit épargnant qui n'a pas la possibilité qui n'a pas la possibilité d'opérer cette double répartition des risques s'il gère lui-même son portefeuille. Même celui averti se heurte dans leur application à la contrainte de la limitation de ses ressources étant donné que la difficulté de diversifier des investissements n'est d'autant plus grande que la somme à placer est plus réduite.

²⁸ SENN Jean-Patrice, « Les sociétés d'investissement en droit français et comparé », Paris LGDG, 1958, p. 10.

Face à ses difficultés, est née l'idée de substituer au placement individuel, toujours si difficile à opérer pour l'épargnant généralement pas ou mal informé, un placement collectif destiné à protéger l'épargne et le démocratiser, c'est-à-dire lui faciliter l'accès aux marchés financiers susceptibles de lui assurer un revenu satisfaisant.

Les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont un modèle de ce placement collectif. En effet, il est très vite apparu aux professionnels et aux épargnants que le placement de fonds en valeurs mobilières, gérés par des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, permet de procurer à leurs souscripteurs sécurité et rendement dans des conditions techniques bien supérieur à celle d'une gestion directe²⁹.

C'est l'idée d'investir collectivement des fortunes individuelles, afin de protéger et d'améliorer la rentabilité de l'épargne, qui est à l'origine de l'avènement de ce type de véhicule de placement.

M. Michel Tardieu a usé d'une expression heureuse, dans ce sens, en disant que les souscripteurs d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières étaient comparables aux alpinistes qui se lient les uns aux autres par une corde pour faire l'ascension d'une montagne.

Une réponse vive marquant une opposition, à cette réflexion Georges Vigne disait que l'image est juste, mais elle ne traduit qu'imparfaitement la situation de l'épargnant de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières « encordé », car celui-ci trouve dans ces organismes non seulement la corde qui lui permettra d'échapper à une solitude démoralisante, mais aussi des guides qui pourront faciliter son ascension et en réduire les dangers, car il y a toujours pour l'épargnant, comme pour l'alpiniste³⁰.

L'importance des fonds collectés par des innombrables apports de petite et moyenne épargne, permet de diversifier les investissements et de diminuer les risques de mauvaise rentabilité. Le nombre et la variété des valeurs sélectionnées entrant dans la composition du portefeuille d'un d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont un facteur

²⁹ *SERVIEN Marc-Louis, résume cette utilité en affirmant que les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières réalisent le prodige de permettre à celui qui ne possède qu'un seul œuf de le placer dans plusieurs paniers à la fois.*

³⁰ *VIGNE Georges, ouv. cité, p. 18.*

susceptible de diluer les risques de baisses des cours d'une valeur donnée. Mais cela n'empêche pas les parts d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières d'évoluer à la hausse comme à la baisse en fonction notamment de l'évolution générale de la bourse.

Advint que pourra, comparé à celle des placements individuels, cette forme d'investissement engendre proportionnellement moins de frais par rapport à la somme investie.

Par ailleurs, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières présentent le grand intérêt de procurer à celui qui souhaite investir en action ou en obligations, non pas quelques titres épars, mais une fraction d'un vaste portefeuille, organisé et géré par des spécialistes qui ont accès à des techniques sophistiquées.

Autrement dit, il faut dire qu'en aient là en présence d'un instrument privilégié pour la canalisation de l'épargne et sa fructification pour le compte aussi bien des personnes morales que de personnes physiques qui manquent de compétences, d'expériences et de temps. Bref, la gestion collective, permet de réduire le degré de deux problèmes qui se pose fortement à un épargnant isolé : le coût et le risque.

Aussi, par rapport à la gestion directe de l'épargne, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières marquent une très grande particularité. Elles permettent aux souscripteurs d'entrer et sortir facilement au minimum une fois par semaine, sur la base d'une valeur liquidative calculée périodiquement. La liquidité constituée donc leur caractéristique majeure.

B) Intensification de l'activité boursière.

Certes, tous les avantages cités ci-dessus accordent aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières un rôle important dans la protection et l'amélioration de l'épargne. Il n'est pas le seul qu'ils puissent remplir. Ils peuvent avoir également une influence positive sur le marché boursier et dans le financement de l'économie en général.

Au niveau de la régulation et la stimulation du marché et depuis leur création en 1993, la pratique a prouvé leur intérêt et leur rôle éventuel de stabilisateurs du marché mobilier.

À cet égard, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières mettent essentiellement l'accent sur le placement à long terme et réduisent le mouvement des cours en bourse. La spéculation à court terme leur est étrangère.

À ce rôle de régulation du marché des valeurs mobilières, s'ajoute celui de stimulation propre à un élargissement du marché. Sur ce, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont à même de redonner au marché boursier une certaine activité.

Ce rôle de stimulation mérité, cependant, quelques observations. Les professionnels de la place de Casablanca objectent parfois que les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières réduisent, au contraire, le volume des transactions en bloquant dans leur portefeuille un nombre important de bonnes valeurs.

Toutefois en général, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont appelés à favoriser l'activité du marché boursier. D'abord, ils ne peuvent acquérir, dans le respect de la division des risques, qu'un pourcentage minime de titres d'un même organisme. D'autre part, leur portefeuille n'est pas empreint d'une fixité qui est propre de celui d'un holding.

Loin de là, il faut le dire encore, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, favorisent l'élargissement du marché boursier en s'adressant à une gamme d'épargnants qui n'a jamais opéré en bourse.

Du côté financement de l'économie, personne ne peut nier de tel rôle aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Mais, il s'agit essentiellement d'un financement indirect et non direct.

En effet, très récemment créés, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, en tant que structure de la gestion collective, ont connu un essor considérable. Comme dans les autres places financières elles sont devenues une véritable industrie. Leur rôle est très remarquable au niveau du développement de l'économie nationale.

En collectant des capitaux auprès d'une clientèle de plus en plus large et diversifiée, signe de la dynamique de leur essor, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, contribuent ainsi au financement de l'économie et jouent un grand rôle dans l'intensification de l'activité boursière de la place casablancaise et des marchés financiers et monétaires en général.

À ce niveau, les avis restent partagés en ce qui a trait à la réalisation de leur objectif par les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Alors que certains observateurs estiment que ces instruments de placement n'ont que très partiellement contribué au développement du marché boursier, d'autres considèrent, par contre, que leur mise en place, voilà bientôt une décennie, a été un succès retentissant.

La tâche, ainsi confiée à ces structures, qui est de doter le marché financier d'instruments nouveaux, a même de drainer davantage d'épargne, est concrétisée en réalité. De ce fait, l'on peut conclure que les résultats obtenus sont plus que probants dans la mesure où ces intermédiaires ont joué pleinement le rôle de ressort dans le développement de l'activité boursière.

En réalité, le problème, ne se situe pas au niveau des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, mais au niveau des émetteurs, en l'occurrence, les entreprises cotées qui ne tirent pas encore profit de l'afflux d'épargne drainée par ces organismes.

Autrement dit, il n'y est pas assez de projets ambitieux d'expansion et d'investissement qui font profiter les sociétés des moyens financiers générés par les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Aujourd'hui, il y a très peu de grandes augmentations de capital de la part des sociétés cotées. Ceci explique largement la montée du niveau des cours. Mais du côté des émetteurs, un certain attentisme a entraîné l'augmentation des prix sur place, ce qui décourage les institutionnels.

Ainsi, l'étude des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières passe inéluctablement par un certain nombre d'entités indispensables au fonctionnement de l'activité

de gestion collective de l'épargne publique à savoir les fonds communs de placement, les sociétés d'investissement à capital variable, la société de gestion et le dépositaire qui sont strictement réglementés.

Comme on l'a vu précédemment, le succès connu jusqu'à présent par les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières est dû aux incitations fiscales dont ils bénéficient, à la nature des instruments eux-mêmes offrant les avantages de simplicité, de disponibilité, de rendement et de liquidité aux épargnants, mais aussi et surtout au dispositif légal sécurisant.

En effet, le caractère public de l'épargne collective et le rôle stratégique que jouent les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières en matière de sa canalisation vers le secteur productif, ont conduit le législateur à confier le contrôle de ces organismes à divers organes.

Ainsi, la sécurité de l'épargne investie en Organismes de placement collectif en valeurs mobilières dépend largement des garanties juridiques qui entourent les opérations et de leur respect par les diverses parties prenantes. En effet, la défense des actionnaires ou porteurs de parts ne relève plus d'organes externes aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières tels que le dépositaire, l'autorité de tutelle ou le commissaire aux comptes que des porteurs de parts ou des actionnaires eux-mêmes. Ces derniers ne pourront d'ailleurs procéder à un contrôle efficace, en raison de leur caractère atomisé et des particularités du secteur dans lequel ils opèrent.

Contrairement aux sociétés « classiques », les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont soumis à deux types de contrôles supplémentaires, à savoir celui de l'autorité de régulation et celui du dépositaire. Par rapport aux banques, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières ne sont soumis qu'à un seul contrôle légal, celui du commissaire aux comptes qui est d'ailleurs unique.

En France, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont des organismes placés sous la tutelle de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Cette tutelle se manifeste à travers l'agrément de leur constitution, la surveillance de leurs activités et des modifications majeures intervenues de leur exécution et l'information régulière de leurs évolutions.

Un autre organe, cette fois « original » des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, intervient dans l'objectif de compléter le contrôle interne : le dépositaire, sa mission se rapproche en partie à celle du commissaire aux comptes dans la mesure où il doit contrôler l'établissement de la valeur liquidative et certifier à la fin de chaque semestre la composition de l'actif, mais, elle s'en différencie car contrairement à ces professionnels, il n'est pas doté d'un pouvoir légal d'investigation auprès de la société ou de tiers.

Encore, le dépositaire apparaît comme l'organe de contrôle permanent par excellence des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, et ne peut par conséquent, être substitué totalement par le commissaire aux comptes quelles que soient ses diligences.

À côté de ces contrôles réglementaires ou légaux, il existe un contrôle lié à l'existence même de toute organisation à savoir le contrôle interne qui se caractérise par les particularités de sa mise en œuvre en raison de la pluralité des intervenants.

En effet, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières représentent une grosse opportunité de développement pour la bourse. Leur mobilisation passe par une meilleure information des investisseurs, tant locaux qu'étrangers. Cette information donnera à l'épargnant l'opportunité de faire un choix judicieux.

L'analyse des titres d'une société et la gestion de portefeuilles est l'affaire des professionnels. Les particuliers et le grand public n'ont en général, ni les informations ni les techniques nécessaires pour exercer eux-mêmes ces activités, c'est ce qui d'ailleurs les pousse à investir dans un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

En effet, ne s'intéresser qu'au fonctionnement des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, revient à occulter l'un des principes essentiels des marchés financiers : La nécessité de sécurité et de confiance. En effet, les investisseurs ne s'engageront dans des placements financiers, que si les produits proposés offrent des garanties suffisantes, cette confiance peut être établie par le contrôle exercé sur ces derniers, ainsi que par le biais de l'information.

Toutefois, si ça marche, c'est parce qu'il y a une confiance entre les souscripteurs et les décideurs. Mais, comme dit l'adage, « **la confiance n'exclut pas le contrôle** ».

C'est ainsi que pour aider les deux parties, mais surtout pour instaurer un ordre légal minimum, que le législateur est intervenu à plusieurs reprises, pour organiser et garantir ce droit de contrôle.

Il faut reconnaître que l'évolution rapide des marchés ces dix dernières années a forcé le législateur à réagir promptement, à défaut de pouvoir anticiper les carences des institutions. Le marché actuel, en pleine mutation, est devenu doublement complexe :

Tout d'abord parce que le marché a acquis une dimension mondiale. La globalisation des flux financiers, comme des échanges commerciaux, n'est pas un phénomène nouveau, mais il a pris une dimension inédite au cours de la dernière décennie, à la faveur d'un cycle boursier de grande amplitude et, en Europe, de l'avènement de la monnaie unique. Les Etats sont devenus interdépendants et les opérateurs des marchés financiers eux-mêmes s'émancipent des places nationales pour se focaliser sur une information surabondante à l'échelle de plusieurs pays, voir de plusieurs continents. Cette globalisation a de fait entraîné une spécialisation des acteurs financiers, parfois jusqu'à en perdre ses repères. Cette tendance force les autorités de régulation à devenir elles-mêmes plus globales et à se tourner vers l'international, avec tous les risques que cela comporte. On peut notamment s'interroger sur le point de savoir si ces autorités sont suffisamment équipées pour faire face à leur nouvelle vocation.

À ce titre, l'on se demandera si les organes de contrôle des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières disposent vraiment des moyens nécessaires pour l'exercice de leurs missions ? La pratique montre alors qu'il y a des insuffisances en matière de contrôle interne et des questions restent ouvertes sur ces déficiences, encore faut-il qu'ils soient suffisamment informés afin de procéder à un choix judicieux par les différents organismes de placement existants et ceux nouvellement créés ?

Dans quelle mesure le contrôle exercé à l'encontre des Organisme de placement collectif en valeurs mobilières remplit-il la finalité recherchée par la loi ? Autrement dit, quels sont les moyens introduits par le législateur afin qu'ils puissent mener à bien le rôle qui leur a été dévolu ?

Les missions de ces différents organes constituent sans doute une avancée décisive, pour une information de qualité et plus transparente. Là encore reste à souligner que l'efficacité de cette mesure reste largement tributaire de l'adoption de mesures d'accompagnement. À cet égard, une intervention « plus musclée » du législateur serait-elle la solution, pour imposer un ordre minimum ?

L'expérience montre qu'il ne suffit pas de disposer d'une réglementation moderne, souvent calquée sur des standards internationaux ou autres, pour la voir automatiquement appliquée et pour que l'économie bénéficie de ses effets induits. Des dispositions légales peuvent rester lettre morte si des mesures d'accompagnement et des adaptations ne sont pas décidées et appliquées.

À cet égard, le débat qui existe en France, en matière de droit des sociétés et du droit des marchés financiers, est riche en enseignements. La réforme entreprise par le Maroc à partir de 1996, ressemble à celle de la France en 1966. Par conséquent, l'expérience de ce pays constitue, sans doute, un gisement inestimable en doctrine et en jurisprudence.

Dans ce présent travail, nous nous intéresserons dans le cadre des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières à ce qui constituera le nerf de la guerre économique des décennies à venir : Le contrôle.

Nous ne pouvons parler de contrôle, quelle que soit sa nature, sans se préoccuper de ses sources, de sa fiabilité et de sa qualité. Le législateur a apporté des solutions à ces préoccupations, notre souci est d'éviter que ces règles restent lettre morte. Notre réflexion portera sur la pertinence de ces règles eues égard à la réalité marocaine.

La poursuite de cet objectif nous amènera à analyser les dispositions régissant le contrôle des organes des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières en deux

parties : D'une part, sous l'angle interne de cet organisme, d'autre part, sous l'angle des organes externes de contrôle.

La première partie traitera les insuffisances du contrôle interne au sein des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, nous analyserons, les organes chargés du contrôle interne à savoir le commissaire aux comptes entant qu'organe classique des sociétés (Chapitre I), nous traiterons, l'évolution de la profession du commissariat aux comptes (Section I), l'indépendance, garantie de l'efficacité de ces missions (Section II) et la participation d'autres intervenants au contrôle du respect de la réglementation au sein des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières à savoir le dépositaire entant qu'organe original de ces organismes et le contrôleur interne (Chapitre II).

La deuxième partie traitera la nécessité d'un contrôle externe. Dans cette partie nous analyserons dans un premier temps les instances de contrôles externes : le Conseil déontologique des valeurs mobilières en France et l'autorité des marchés financiers en France (Chapitre I), et dans un second temps, on s'intéressera au contrôle au sein des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières par la répression (Chapitre II), nous verrons, la sanction directe par l'Autorité des marchés financiers et le Conseil déontologique des valeurs mobilières (Section 1) et la sanction indirecte par les tribunaux (Section II).

Première partie

Les insuffisances du contrôle interne.

Le contrôle peut être perçu comme une contrainte imposée par la réglementation. Au sens du droit réglementant les sociétés de capitaux, le contrôle est lié à l'idée de protection. Cette dernière est liée à un pouvoir reconnu à un organe par la loi (contrôle de droit), par conséquent, une surveillance ou un contrôle non organisé, et non institutionnalisé est à exclure (surveillance de fait). On parle également de « régulation financière », qui peut être à la fois, la norme, et le contrôle de la bonne application de cette norme.

En droit des sociétés, le principe général qui règne étant que, c'est l'assemblée des actionnaires qui détenait le pouvoir général de surveillance sur la société, après avoir mandaté quelques personnes pour s'occuper de la gestion.

Toutefois, si cela est vrai pour les sociétés anonymes « de petite taille », dans les grandes structures surtout celles qui font appel public l'épargne, l'effectivité d'un tel contrôle se trouve bouleverser.

La tendance des sociétés anonymes vers le gigantisme, et l'accroissement de plus en plus poussé du nombre des actionnaires, a amené le législateur à repenser à nouveau le système de répartition des pouvoirs de contrôle.

En effet, comme dans les sociétés anonymes ordinaires, dans les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, c'est le commissaire aux comptes qui est chargé de contrôler les comptes sociaux de la société d'investissement à capital variable ou l'établissement de gestion, d'en vérifier la régularité et la sincérité est, plus généralement de vérifier que la vie sociale se déroule dans des conditions meilleures. Ce sont des « fonctionnaires de la société » investit d'une mission légale de surveillance des comptes³¹. Désormais, cette mission est institutionnalisée, même si sa nature juridique est sujette à discussion.

La particularité des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, doublées du caractère de leurs fonctions, intermédiaires entre le public des épargnants et le marché financier, justifie la nécessité d'instaurer d'autres mesures de contrôle susceptibles d'assurer au mieux, l'intérêt des épargnants. Le but essentiel est selon l'évidence, la

³¹ GUYON Yves, « Droit des affaires », tome I, 9^{ème} édition, Economica, 1996, p. 372.

protection de l'épargne publique, qui devint particulièrement primordiale à la suite des défaillances de nombreux investisseurs³².

C'est cette réalité qui justifie la présence d'une autorité de régulation et de surveillance à caractère public, qui vient en complément du contrôle interne assuré par le commissaire aux comptes. Ce contrôle externe, est non seulement un contrôle « a priori » avant le lancement des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières mais se poursuit également pendant leur fonctionnement.

En droit marocain, cette mission est en effet dévolue au Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM), l'Autorité des marchés financiers (AMF), en droit français, investi des pouvoirs les plus étendus pour assurer la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières et assister le gouvernement dans l'exercice de ces attributions en matière réglementaire.

Récemment, au regard des critiques émises à l'encontre de l'organisation classique de l'administration qui ne donne pas pleine satisfaction dans la mesure où le conseil d'administration ou l'établissement de gestion joue rarement un contrôle actif, ainsi, le contrôle des actionnaires ou porteurs des parts sur les dirigeants en place, grâce aux actions ou parts qu'ils possèdent, et aux pouvoirs en blancs envoyés par les absents, sont la majorité de l'assemblée. Dans ces conditions, le contrôle collectif opéré par les actionnaires ou porteurs de parts d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières reste illusoire.

Ainsi, dans le cadre du renforcement de l'efficacité de l'information et assurer que les acteurs qui interviennent de près ou de loin dans la gestion collective agissent, en tout moment, dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou porteurs de parts d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, le Conseil déontologique des valeurs mobilières marocain, par l'entremise d'une circulaire, a mis en place un agent chargé du contrôle interne

³²*En tête de ces scandales, vient l'affaire Enron, qui fut la plus Grande faillite d'entreprise de l'histoire américaine. Ce scandale n'est pas isolé, l'affaire Worldcom, qui intervient dans la lignée d'Enron, confirme les carences des institutions et des autorités en place face à la défektivité de l'information financière et comptable, ensuite, c'est à l'Economie européenne, vite fait contaminé (notamment Vivendi Universal, Tyco, Xerox ...). Ces scandales, de par leur envergure, ont éclaboussé le droit des marchés financiers et ont fait prendre conscience de la nécessaire modernisation du système devenu obsolète et inefficace. (Source : « Enron ou les signes avant-coureurs d'autres catastrophes » brève du 13. 12. 2001, lepetitjournal.com*

au sein des gestionnaires, à l'image du conseil de surveillance instauré dans la méthode nouvelle d'administration de la société anonyme.

En droit français, les déficiences du contrôle, à l'origine du scandale Enron (qu'on vient d'évoquer) et de quelques autres, ont déclenché une vague de réactions législatives et réglementaires pour tenter de garantir la loyauté de l'information financière diffusée au marché. Il est intéressant de relever que la réaction a moins été la recherche des conditions de l'effectivité des obligations existantes que la production d'une série de nouvelles normes et obligations. Or les difficultés sont moins venues de l'absence de règles existantes. Devant la crainte de voir le scandale se renouveler et l'impératif de rétablissement de la confiance, on a alors préféré le risque de l'inflation normative, quitte à sacrifier à une certaine démagogie législative³³.

À ce titre, le législateur ne pouvait décemment pas rester inactif, la loi de sécurité financière³⁴ ou encore plus récemment la loi de régulation bancaire et financière³⁵ s'affirment donc comme la réponse du législateur à la crise financière qui a secoué le monde des affaires, mais également aux carences de l'ancienne loi « nouvelle régulation économique » (NRE) qui n'a pu assurer un contrôle efficace des comptes et la transparence au sein de l'entreprise. Elles reprennent aussi bon nombre de dispositions communautaires issues de directives récentes³⁶.

Dans cette optique, les mesures de ces lois visent à restaurer « une chaîne de sécurité financière rompue », à « garantir la fiabilité de l'information comptable et financière » et à assurer, au nom de la bonne gouvernance d'entreprise, « la disponibilité et la lisibilité » de cette même information.³⁷

³³BAJ Claude « *Le principe de loyauté et le prix de marché* », *Mélanges à l'honneur de Dominique Schmidt*, éditions Joly, 2005, p. 44.

³⁴Loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, titre III, chapitre I.

³⁵Loi de régulation bancaire et financière n°2010-1249 du 22 octobre 2010 (*Journal Officiel* 23 Octobre 2010).

³⁶Pour en citer quelques unes, on retiendra la directive du 3/12/2002 relative aux opérations d'initiés et aux manipulations du marché, la directive du 16/12/2002 relative à la surveillance complémentaire des établissements de crédit ou encore le règlement du 7 01 2002 sur les sociétés européennes cotées en bourse.

³⁷HUILLON, (P.), « Introduction du rapport présenté au nom de la Commission des lois de l'Assemblée Nationale », AN N°72, introduction, chapitres I, II et III.

À ce titre, la profession du commissaire aux comptes, fait l'objet de mesures voyantes, de façon à améliorer son indépendance et les conditions de l'exercice de sa mission. Une autre innovation majeure, c'est l'instauration d'un Haut conseil du commissaire aux comptes chargé par la loi de sécurité financière « d'assurer la surveillance de la profession avec le concours de la compagnie nationale des commissaires aux comptes instituée par l'article L. 821-6 du code de commerce, de veiller au respect de la déontologie et de l'indépendance des commissaires aux comptes ». La compagnie nationale des commissaires aux comptes reçoit elle-même un nouveau statut d'établissement d'utilités publique doté de la personnalité morale, avec mission de concourir au bon exercice de la profession, à sa surveillance ainsi qu'à la défense de l'honneur et de l'indépendance de ses membres, ce qui la positionne véritablement comme acteur du marché dont les méthodes et moyens sont validés par un tiers, en l'occurrence le Haut conseil du commissaire aux comptes.

Pour la clarté des réflexions évoquées ci-dessus, nous aurons dans le développement qui va suivre, à se pencher dans un premier temps sur le commissaire aux comptes, entant qu'organe classique des sociétés, (Chapitre I), et la participation d'autres intervenants au contrôle du respect de la réglementation au sein des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, (Chapitre II).

Chapitre I

Le commissaire aux comptes, un organe classique des sociétés.

Aujourd'hui, personne ne peut nier l'importance et l'utilité du contrôle des comptes au niveau d'une société anonyme. La présence de cet organe est indéniable, pour tous les autres organes sociaux, même s'il n'est pas évident.

Le contrôle des comptes a pour but principal de donner aux souscripteurs l'assurance raisonnable mais non absolue que ces comptes sont réguliers et sincères et reflètent une image fidèle de la situation financière de la société. Appliqué aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, ce contrôle est un élément essentiel de la protection des souscripteurs et du bon fonctionnement du marché.

En effet, les actionnaires qui approuvent les comptes lors de l'assemblée générale annuelle ne peuvent s'assurer que ceux-ci reflètent l'état réel des affaires sociales.

En matière d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, le dahir portant loi n°1.93.213 sur les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières n'accorde à l'actionnaire d'une société d'investissement à capital variable ou porteur de parts d'un fonds communs de placement qu'un droit de regard superficiel sur ces comptes.

Bien plus, il faut dire que ces actionnaires ou porteurs de parts n'ont ni le temps, ni la compétence nécessaire pour le faire³⁸. C'est pourquoi le législateur a institué un spécialiste chargé de contrôler la comptabilité de la société, de la certifier, et plus généralement, de vérifier que la vie sociale se déroule dans de bonnes conditions, pour enfin en informer les actionnaires des irrégularités relevées au cours de ses missions.

La sensibilité de l'information sur le marché boursier, et sur le marché financier en général, nous amène à souligner aussi, l'importance considérable du contrôle pour les tiers qui

³⁸ *MAATOUK Mohammed Jamal « L'information des actionnaires dans la société anonyme », thèse de doctorat en droit privé, université de Perpignan 2002, p. 372.*

envisagent d'acquérir les titres des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Ces personnes doivent connaître la performance de leur produit, et cela ne peut se réaliser effectivement que par l'entremise d'une information objective, susceptible d'attirer les épargnants et de gagner leur confiance.

En effet, la mission du commissaire aux comptes ne se confond ni avec celle de l'établissement dépositaire, chargé d'assurer la garde des actifs, et de contrôler la régularité des décisions du gestionnaire avec les normes légales, ni avec le contrôle général opéré par le conseil déontologique des valeurs mobilières, sur l'ensemble des organes, dont le commissaire aux comptes en fait parti, ni également avec celle du contrôleur interne au sein du gestionnaire en cas de délégation par l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières de sa gestion financière.

Cependant, le commissariat aux comptes, dans le système juridique français, n'a véritablement pris corps qu'à partir des réformes législatives de 1966-67 et la question de son indépendance ne s'est posée que récemment pour la première fois. Il convient donc d'examiner l'évolution de la profession du commissariat aux comptes (Section1) et ensuite le principe d'indépendance comme garantie de l'efficacité de ses missions (Section 2).

Section 1

L'évolution de la profession du commissariat aux comptes.

Avant de devenir « le gardien de la légalité » au sein de la société et être considéré comme « l'institution indispensable du droit des affaires », la profession du commissaire aux comptes a connu une longue évolution.

Dans un premier temps, nous exposerons, l'évolution de la législation française en la matière, dans la mesure où cette dernière a régulièrement servi comme source d'inspiration au législateur marocain.

En France :

L'image du commissaire aux comptes moderne correspond à une réalité qui a été longue à se mettre en place en France. Le processus de la consécration législative de ces missions a commencé par l'émergence du besoin d'un contrôle permanent des sociétés, qui a abouti à l'intervention du législateur. Ainsi, il a cerné les missions du commissaire aux comptes à travers de nombreux textes et il a ensuite introduit la surveillance exercée par cet organe dans les activités des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières³⁹.

En effet, les origines directes du commissaire aux comptes doivent être recherchées dans la loi du 17 juillet 1856 relative aux sociétés en commandite. Cette loi avait institué un conseil de surveillance chargé d'une mission identique à celle donnée ultérieurement aux commissaires aux comptes. Elle comportait l'obligation de vérifier les livres, la caisse et le portefeuille de la société, puis de faire un rapport sur les inventaires et sur les propositions de distribution des dividendes.

Mais, c'est avec la loi du 23 mai 1863 que, pour la première fois, apparaît le commissaire aux comptes, et après, c'est la loi du 24 juillet 1967 sur les sociétés commerciales qui est à l'origine du commissaire aux comptes tels que nous connaissons aujourd'hui, « *avait donné l'impulsion d'une véritable mutation du commissariat aux comptes de telle sorte que le contrôle légal aboutit à une vérification de la régularité de l'ensemble de la vie sociale* » la réglementation de l'institution du commissaire aux comptes à combinaient à cette époque les dispositions de la loi de 1966, du décret de 1967 et celui du 2 août 1969 qui a réalisé l'organisation de la profession du commissariat aux comptes déjà annoncé pour la première fois par la loi de 1966⁴⁰.

Désormais, le commissaire aux comptes va certifier les comptes dans le cadre d'une mission permanente. De plus, l'extension du domaine de son intervention et l'instauration de son organisation professionnelle ont été consacrées, sa mission s'est également approfondie :

³⁹ GRANIER Thierry « *La réforme du contrôle légal par la loi de sécurité financière* », petites affiches, 14 novembre 2003, n°228, p. 82.

⁴⁰ GUYON Yves et COQUEREAU Georges, « *Les commissaires aux comptes* », aspects juridiques et techniques, LITEC, 1971, p. 12.

dorénavant « *il veille à la protection du patrimoine de l'entreprise*⁴¹ » et par conséquent sa responsabilité s'est élargie.

Ce commissaire de société, ainsi qu'il est dénommé à l'époque, n'est qu'un simple mandataire des actionnaires. Il ne dispose donc pas des pouvoirs pour les protéger réellement ni des compétences nécessaires à l'accomplissement de cette mission.

Cette insuffisance législative de protection de l'actionnaire conduit les pouvoirs publics, à la suite notamment de quelques scandales financiers, à la rédaction du décret-loi du 8 août 1935.

Ce dernier élargit les pouvoirs du commissaire aux comptes, prévoit une procédure d'agrément par les cours d'appel pour ceux qui contrôlent les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne.

À cette obligation, naît une obligation ne concernant en fait au plan européen que deux pays, l'Italie et la France, l'obligation de révéler au procureur les faits délictueux dont le commissaire aux comptes a connaissance.

Le développement des économies qui a suivi les années soixante a conduit les pouvoirs publics à organiser et promouvoir les marchés financiers. Le Garde des sceaux de l'époque a compris la nécessité d'une évolution importante du commissariat aux comptes, jointe à celle des sociétés conduisant à cette réforme majeure de l'ensemble du dispositif par la loi du 24 juillet 1966 accompagnées de son décret d'application de mars 1967.

Dans la suite logique de cette réforme, le décret du 12 août 1969 érige le commissariat aux comptes en profession organisée.

La profession est ainsi dotée d'une organisation professionnelle fortement structurée, dont la vocation est, entre autres, de donner à la loi les prolongements qu'elle implique sur le plan professionnel.

⁴¹ COURET Alain, « *Synthèse de la jurisprudence récente concernant la révocation et la responsabilité civile des commissaires aux comptes* », P.A. 1992, n° 148, p. 7.

Les difficultés que rencontrent les entreprises dans les années 80 (la loi du premier mars 1984) conduisent tout naturellement les pouvoirs publics à renforcer les mesures conduisant à la prévention des difficultés des entreprises. À cet effet, compte tenu des progrès considérables réalisés par la profession du commissariat aux comptes, ils décident de lui confier une mission particulièrement importante dans le cadre du déclenchement d'alerte⁴².

Ce témoignage de la communauté économique à l'égard des commissaires aux comptes marque le rôle prépondérant que ce dernier joue aujourd'hui dans l'authentification des comptes de sociétés et le fonctionnement général de ces dernières, tant sur le plan de ses relations avec les actionnaires qu'avec ses dirigeants, et plus encore des principaux agents économiques qui interviennent en son sein ou autour d'elles.

Parallèlement le domaine d'intervention du commissaire aux comptes s'est étendu, ainsi, la loi 88-12-01 du 23 décembre 1988 sur les Sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), le Fonds communs de placement (FCP) et le Fonds communs d'entreprise (FCE) a instauré un contrôle exercé par le commissariat aux comptes sur les activités des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Cette consécration législative n'est pas passée inaperçue, selon certains auteurs le déplacement vers le contrôle légal des problèmes juridiques qui peuvent apparaître dans la vie financière, peut être persuadée comme une dérive autant qu'un renforcement de l'institution du commissariat aux comptes⁴³.

Après on citera les lois de modernisation des activités financières (loi de 2/07/1996, la loi « nouvelles régulation économiques » (NRE) du 15/05/2001 ainsi que la loi du 11/12/2001 portant « mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier ».

Enfin, on cite une loi phare qui a contribué dans une large partie à la modernisation du contrôle légal des comptes et à garantir la fiabilité de l'information comptable et financière, c'est la loi du 01.08.2003, loi dite « de sécurité financière » dont elle énonce une série d'incompatibilité avec les fonctions de certification dont le détail est renvoyé à la définition d'un arrêté royal et instaure la transparence des honoraires. Elle exige en particulier, pour les sociétés cotées ou tenues d'établir des comptes consolidés, que les honoraires rémunérant les

⁴²POTDEVIN, (J.), « *Le commissaire aux comptes* », 1^{ère} édition, DELMAS, 1996, p. 10.

⁴³SAYAG (A.), « *Le commissariat aux comptes, renforcement ou dérive* » CREDA, lib. techn. 1989.

conseillers fiscaux ou juridiques données par le commissaire aux comptes à l'entreprise ne dépassent pas ceux perçus par lui au titre de sa mission de certification.

Au Maroc :

À l'origine, c'est-à-dire dans la loi de 1922, le commissaire aux comptes n'était nécessaire que dans les sociétés anonymes. Dans sa mission, d'ailleurs imprécise, il se contentait de réviser et de réexaminer les comptes sociaux sans émettre d'opinion, ni de certification.

Sous l'égide de ce texte, le système de contrôle était plus nuisible qu'utile, car il créait une sécurité apparente qui détournait l'opinion des actionnaires⁴⁴.

Or le droit marocain des sociétés, hérité du protectorat se caractérisait par son inefficacité dans la pratique des entreprises, s'avérait inadapté aux réalités présentes, aux besoins de la vie économique moderne et constituait un frein à l'évolution des structures.

Cette inadaptation et ce frein résultaient de l'insuffisance de cette législation et ont entraîné que la structure dans son ensemble (forme juridique, entrepreneurs, partenaires, ...) subit le droit au lieu de s'en servir⁴⁵.

En vue de satisfaire un objectif, celui d'intégrer l'économie mondiale, le Maroc s'est trouvé donc obligé d'harmoniser sa législation avec celles des partenaires économiques qui sont l'union européenne et particulièrement la France.

Conscient du rôle que joue l'entreprise, le législateur marocain a jugé fort nécessaire d'élaborer de nouveaux textes législatifs et plus particulièrement sur la société anonyme.

Dans le cadre de ces réformes, le droit marocain des sociétés a fait l'objet d'une refonte totale, et ce, par la promulgation de deux nouvelles lois régissant l'activité des affaires des personnes morales commerciales :

⁴⁴ *DRISSI ALAM Mohammed I, Cours de droit commercial, polycopié, 1974, p. 12.*

⁴⁵ *CHAIR Abdelwahed : « La société anonyme : une nouvelle lecture de la loi 17/95 », éd. Maghrébine, 1997, p. 7.*

- La loi 17/95 relative aux sociétés anonymes promulguées par le dahir de 30 août 1996.
- La loi 5-96 sur la société en commandite par action (SCA), la société en commandite simple (SCA), la société à responsabilité limitée (SARL) et la société en participation (SP)⁴⁶.

Toujours dans un but de modernisation de la législation actuelle qui ne correspond plus aux nouvelles données nationales et internationales : le contrôle exercé par le commissaire aux comptes, celui-ci, devient dans le cadre du nouveau droit des sociétés une pièce maîtresse du mécanisme juridique organisé par la loi⁴⁷.

Tout d'abord, c'est la loi n°9/88 du 25 décembre 1992 relative aux obligations comptables des commerçants qui est venu mettre de l'ordre dans cette institution, en obligeant les commissaires aux comptes à se conformer aux prescriptions établies par la dite loi, sans pour autant effectuer la comptabilité de la société, bilan et comptes de résultats, tâche réservée au comptable⁴⁸.

Ensuite, c'est le dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, qui a timidement, fait revivre cette institution.

Certes, ce texte, n'a pas réalisé les souhaits escomptés, dans la mesure où son apport s'est limité à donner quelques principes de base qui reflètent la particularité du régime juridique des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières en la matière, tout de même, force est de constater que l'apport du législateur de 1993, même insuffisant, est nécessairement positif car elle a permis au droit marocain de rattraper le retard accumulé au fil des années.

⁴⁶ LAZRAK Rachid, « *Le nouveau droit pénal des sociétés au Maroc* », éd. La porte, 1997, p. 5.

⁴⁷ DRIOUCH M'hamed, « *Le commissaire aux comptes dans les sociétés commerciales au Maroc* », thèse, Perpignan, 2001, p. 23.

⁴⁸ Article 24 de la loi n°9. 88 du 25 décembre 1992 relative aux obligations comptables de commerçants.

Enfin, troisième étape fondamentale, c'est principalement la loi 17 /95 relative aux sociétés anonymes, qui a profondément remanié le régime juridique quant à l'institution du commissaire aux comptes, cette loi lui a donné une organisation cohérente et structurée.

Elle l'a doté de larges pouvoirs d'information et d'investigation tout en assurant son indépendance et son autorité à l'égard des autres organes sociaux, l'élargissement du champ de leurs intervention leur a permis non seulement de contrôler les comptes sociaux, mais aussi de les certifier, c'est-à-dire de prendre un engagement personnel susceptible d'assurer la protection des actionnaires et de gagner la confiance des tiers.

Ainsi, l'essentiel, c'est de rappeler que comme dans toutes les sociétés anonymes, le commissaire aux comptes est l'organe de contrôle que la loi rend obligatoire au sein des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

En effet, à travers les principes posés par le dahir de 1993 déjà précité, on peut constater en premier lieu quelques dispositions de droit commun qui sont écartés en matière des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, cette dérogation n'est pas sans importance, nombreux donc sont les conséquences qui vont suivre ce manquement aux règles de droit commun.

L'effet le plus significatif qui nous intéresse dans le cadre de ce préambule, s'apprécie au niveau de la question relative à la nature juridique des fonctions du commissaire aux comptes.

Certes la loi du 30 août 1996, utilise parfois l'expression mandat, notamment dans son article 168 ce qui nous amène à donner à cette relation une nature contractuelle déterminée d'après les règles générales du mandat, mais cette qualification est critiquable, car bien qu'étant nommée par l'assemblée générale, le commissaire aux comptes, n'est pas mandataire des actionnaires.

Il n'accomplit pas des actes juridiques au nom et pour le compte du mandant, mais seulement des opérations des vérifications, bien plus, la compétence de révocation est écartée du champ de l'assemblée⁴⁹.

Une autre analyse a conduit certains auteurs⁵⁰ à assimiler les commissaires aux comptes aux membres des autres professions libérales⁵¹, liés à leurs clients par un contrat de louage d'ouvrage.

Il est à admettre en effet, le commissaire aux comptes est une pièce du mécanisme juridique organisé par la loi, à ce titre seule, la fonction élective correspond à son statut.

Le retour au dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, nous amène à repenser notre réflexion. En effet, à partir du moment où le ministère des finances, par l'entremise du Conseil déontologique des valeurs mobilières, peut intervenir dans la désignation et la récusation du commissaire aux comptes, il devient impossible d'assimiler celui-ci à un autre organe social comme les autres.

L'institution du commissaire aux comptes, tend donc à constituer un organe particulier au sein des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, car, il est au service non seulement des actionnaires détenteurs du capital, mais aussi de toute la collectivité des épargnants qui souhaitent manifester leurs souscriptions.

À partir de ce qui précède, on a pu constater qu'en France, l'évolution du commissaire aux comptes s'est opérée d'une manière douce et suivant l'évolution de la société française. Le Maroc, en revanche, avec l'instauration du commissaire aux comptes « nouvelle formule » constitue la première modification radicale depuis août 1922.

⁴⁹ Article 179 de la loi 17/95 relative aux sociétés anonymes.

⁵⁰ GUYON Yves, *ouv. cité*, p. 375

⁵¹ *Le commissariat aux comptes est une profession libérale lorsque sont réunis les critères suivants : elle est exercée en toute indépendance à l'égard des clients, c'est le cas du commissaire aux comptes sur lequel pèse une obligation d'indépendance qui explique qu'il n'est pas tenu d'accepter une nomination, qu'il ne peut être révoqué au cours du mandat que sous le contrôle du juge, qu'il ne saurait exercer des fonctions de dirigeants de sociétés commerciales si ce n'est de société de commissaire aux comptes ou d'experts comptables dont il est associé, qu'il doit respecter à ces confrères dans l'exercice de sa profession, l'objet de la profession est la prestation de services intellectuels à titre personnel ou avec l'assistance accessoire de collaborateurs, la profession est soumise à une déontologie professionnelle rigoureuse, la publicité autre qu'institutionnelle y est interdite.*

Il en découle ainsi que les missions du commissaire aux comptes sont devenues toutes à la fois nombreuses et importantes. Outre celles du type classique qui lui sont attribués, en particulier la certification de la régularité et de la sincérité du bilan et des comptes, la réglementation apporte d'autres précisions ou dérogations, on pourrait donc parler d'une spécificité de ce contrôle (Paragraphe 2), qu'on verra après avoir examiné l'émergence de la nécessité de ce contrôle permanent (Paragraphe 1).

Paragraphe 1 : Statut du commissaire aux comptes.

Les règles composant le statut du commissaire aux comptes sont justifiées par le souci du législateur d'assurer son indépendance à l'égard des autres organes sociaux. Seront passés en revue les modalités de sa nomination (A) avant d'aborder celles qui mettent fin à ses fonctions (B).

A) Les modalités de nomination du Commissaire aux comptes au sein de l'OPCVM.

Le commissaire aux comptes est l'organe de contrôle que la loi rend obligatoire dans toutes les sociétés anonymes⁵².

Autrement dit, chaque société de cette forme juridique doit être dotée d'un commissaire aux comptes, ce chiffre passe à deux au moins lorsque la société fait publiquement à l'épargne et lorsqu'il s'agit d'une société de banque, de crédit, d'assurance, de capitalisation, d'épargne et d'investissement, comme le cas des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Cette disposition de droit commun est écartée en matière d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, le dahir de 1993, n'exige qu'un seul commissaire aux comptes⁵³.

⁵² À ce propos, il est à noter que l'institution du commissaire aux comptes en droit marocain n'est plus une particularité de sociétés anonymes, la réforme du droit des sociétés a permis la désignation d'un commissaire aux comptes dans toutes sociétés commerciales, la nouvelle loi a même obligé certaines sociétés commerciales à nommer un commissaire aux comptes lorsque leurs chiffres d'affaires dépassaient 50 000 dirhams (HT). (Article 12 de la loi n°17/95 relative aux sociétés de personnes).

⁵³ Article 98, premier alinéa du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Le commissariat aux comptes des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières se caractérise par l'unicité du commissaire aux comptes, contrairement aux sociétés anonymes faisant appel public à l'épargne où deux commissaires aux comptes doivent être nommés.

Cette unicité qui existe tant au droit marocain qu'en droit français est d'ailleurs appréciable, car elle permet plus propice au renforcement du contrôle, et par conséquent, d'éviter toute tentative à la dilution des responsabilités.

À ce titre, on signale des spécificités en matière de statut du commissaire aux comptes et de nature de sa mission. D'abord, la différence est liée aux modalités de sa désignation.

En effet, la principale particularité du statut du commissaire aux comptes d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, par rapport au commissaire aux comptes des entreprises classiques, réside dans les modalités de sa désignation. En effet, si le commissaire aux comptes des sociétés classiques est nommé par l'assemblée générale des actionnaires, celui des sociétés d'investissement à capital variable et fonds commun de placement est nommé respectivement par le conseil d'administration de la société d'investissement à capital variable et de la société de gestion après son approbation de l'autorité de tutelle.

En droit français, sous l'empire de la loi de 3 janvier de 1979, le commissaire aux comptes d'une société d'investissement à capital variable était désigné à la demande des premiers actionnaires ou de l'un d'eux ou du président du conseil d'administration par décision de justice.

C'est dans un souci d'homogénéité dans le monde de nomination des commissaires aux comptes des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières que ceux-ci ne sont pas nommés par l'assemblée des sicav mais par le conseil d'administration⁵⁴.

En tout état de cause, la mission proposée au commissaire aux comptes doit faire l'objet d'une lettre d'acceptation de ces fonctions.

⁵⁴ *Cette disposition est caractéristique de l'effacement du rôle des assemblées en matière de SICAV.*

Cependant, il y a lieu de distinguer selon que cette nomination intervienne lors de la constitution ou à un moment donné de la vie de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières:

1) Nomination à la constitution.

Le premier commissaire aux comptes d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières est désigné par les fondateurs de la société d'investissement à capital variable ou de fonds communs de placement et figure dans le projet de statut ou de règlement de gestion soumis à l'autorité de tutelle pour approbation dans le cadre de la demande d'agrément, cette nomination est de 3 exercices, contrairement aux sociétés anonymes pour lesquelles elle est limité à un seul exercice.

2) Nomination en cours de vie.

La nomination du commissaire aux comptes aux cours de la vie des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières revient au conseil d'administration de la société d'investissement à capital variable ou à l'organe chargé de la direction de l'établissement de gestion de fonds commun de placement. Dans ce cadre, on peut constater que ce n'est plus l'assemblée générale qui procède à la nomination du commissaire aux comptes, cette situation est justifié surtout par la recherche d'une harmonisation dans le monde de la nomination du commissaire aux comptes des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

En cas de renouvellement de mandat, l'approbation du commissaire aux comptes par l'autorité de tutelle est une fois de plus exigée.

Le législateur marocain, dans les cas de défaut de nomination, ou en cas d'empêchement ou de faite, sa nomination ou son remplacement est décidé par ordonnance du président du tribunal de première instance du siège de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Dans ce cas, son mandat prend fin à la nomination du commissaire aux comptes, par le conseil d'administration de la société d'investissement à capital variable ou l'organe de gestion de fonds communs de placement, la durée de mandat est dans ce cas également fixé à 3 exercices ce qui nous rappelle le mandat du commissaire aux comptes d'une société anonyme.

B) La cessation des fonctions du commissaire aux comptes.

Dans le cadre de ce paragraphe, notre réflexion nous amène à étudier toutes les questions relatives aux causes de cessations des fonctions du commissaire aux comptes. Bien entendu, la particularité de la révocation, récusation et démission en matière des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières retiendra également notre attention.

1-Arrivée du terme.

Contrairement aux principes du droit commun⁵⁵, la durée des fonctions du commissaire aux comptes en matière d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, est fixée à trois exercices. Elle vaut bien pour le premier commissaire aux comptes nommé lors de la constitution, que pour celui qui lui succède au cours de l'existence de la société⁵⁶.

Le souci d'assurer une stabilité susceptible de garantir un contrôle efficace a été derrière cette prolongation de mandat du commissaire aux comptes au niveau des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Ceci dit, en principe, et afin d'éviter une solution de continuité, les fonctions du commissaire aux comptes expirent non pas dès la fin de l'exercice, mais seulement après la réunion de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les derniers comptes du troisième exercice que le commissaire avait été chargé de contrôler et de certifier, sauf renouvellement⁵⁷.

Le renouvellement correspond à une désignation en cours de vie sociale. Il a lieu sur désignation du conseil d'administration, mais après avis du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

⁵⁵ Article 163, alinéa 1 de la loi 17 /95 relative aux sociétés anonymes.

⁵⁶ Article 98, alinéa 1 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

⁵⁷ Article 163, alinéa 2 de la loi 17 /95 relative aux sociétés anonymes.

2-Revocation.

En droit marocain, contrairement à la loi française, aucune disposition légale n'a prévu la révocation du commissaire aux comptes. Le terme « révocation » n'apparaît donc pas dans les textes qui nous intéressent. Celui de droit commun, à travers la loi 17/95, emploie le terme « relevé de leur fonction »⁵⁸, tandis que le dahir de 1993 utilise le mot remplacement⁵⁹.

Aux termes du dahir portant loi n°1.93.213, le commissaire aux comptes ne peut être remplacé par un autre qu'en cas d'empêchement ou de faute. Ce remplacement est décidé par ordonnance du président du tribunal de première instance du siège de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, sur requête de tout actionnaire ou conseil déontologique des valeurs mobilières ou encore celle des administrateurs.

Il n'y a donc pas application du principe de parallélisme des compétences, dans la mesure où l'habilité de remplacement est étendue à d'autres organes autres que celui qui est chargé de sa nomination.

Deux remarques sont à évoquer à ce niveau : D'une part, on reconnaît, à cet élargissement, le mérite de renforcer les droits individuels des actionnaires. Ici, seule la qualité d'actionnaire paraît suffire pour exercer de droit. L'importance des titres détenus exigés en droit commun, n'est pas prise en considération. D'autre part, l'emploi du terme, administrateur, au lieu de conseil d'administration, paraît étendre cette habilité de révocation à toutes les personnes ayant qualité d'administrateur.

La particularité du mode de désignation du commissaire aux comptes explique parfaitement la dérogation des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières aux principes de droit commun. Dans ce dernier cas, la révocation est prononcée par voie de justice, à la demande du conseil d'administration, d'un ou plusieurs actionnaires représentant au moins un dixième du capital social de l'assemblée générale.

Encore faut-il que cette révocation soit justifiée. La loi du 30 août 1996 n'admet la révocation du commissaire aux comptes que pour faute ou empêchement. Autrement dit, la

⁵⁸ Article 164, alinéa 1 de la loi 17/95 relative aux sociétés anonymes.

⁵⁹ Article 99, alinéa 2 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

révocation ne peut intervenir pour n'importe quel motif ou à fortiori « *ad nutum* », elle suppose donc un juste motif.

Ce sont aussi ces termes que le dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, reprend dans son article 99.

La faute, me semble-t-il, suppose que le commissaire aux comptes réagi de mauvaise fois dans l'exercice de sa mission légale⁶⁰.

Quant à l'empêchement, il peut être légal ou physique, légal lorsque sa survenue, est lié à une cause d'incompatibilité ou d'une incapacité physique s'il résulte d'une maladie ou plus généralement de tout fait mettant obstacle à l'accomplissement régulier du contrôle par le commissaire aux comptes.

3-Récusation.

La récusation, ayant pour objet de protéger les minoritaires contre les décisions des dirigeants majoritaires, est instituée par la loi du 30 août 1996, dont l'article 164 prévoit qu'un ou plusieurs représentant, détient au moins le dixième du capital social, peuvent dans un certain délai et conditions prévues, par voie de justice, demander la récusation du commissaire aux comptes.

Au niveau du dahir de 1993, le terme récusation n'apparaît pas expressément. Il semble être confondu avec la révocation pour donner lieu à une nouvelle notion qui est celle de « remplacement ».

Par conséquent, la transposition de la procédure de récusation de droit commun est concevable en matière des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Sa mise en application nous amène à faire remarquer qu'indépendamment de l'importance des actions

⁶⁰ *La cour de cassation commerciale française du 14 mai 1995 a considéré comme juste motif de relèvement des fonctions :*

-Le non respect des règles d'incompatibilité.

-La contestation des dirigeants sociaux et le refus de déposer le rapport général

-Les abus dans le déclenchement d'une procédure d'alerte. En revanche, pour la cour de cassation commerciale du 3 décembre 1991, n'ont pas été considéré comme des causes de relèvement, le déclenchement à tort mais de bonne fois d'une procédure d'alerte comme le fait d'accomplir la mission avec « minutie extrême ».

exigées en droit commun, seule la qualité d'actionnaire paraît suffire pour intenter une action en récusation.

Cette procédure a le mérite de garantir la protection des actionnaires minoritaires. Elle permet d'écarter un commissaire aux comptes soupçonné de manque de compétences, d'indépendance ou surtout d'impartialité à l'égard de dirigeants. Ceci dit, les justes motifs de récusation, sont laissés à l'appréciation du juge, le seul qui a compétence pour prononcer la décision de révocation.

4-Démission.

Le commissaire aux comptes peut démissionner de ses fonctions. Le dahir portant loi n°1.93.213 ne l'interdit pas, de même, qu'il ne l'a pas expressément admis.

Cependant, le fait que le commissaire aux comptes ne puisse être remplacé par un autre sans juste motif, aurait en principe conduit à supposer qu'il ne puisse également démissionner sans causes légitimes.

En droit commun, il semble aussi que l'idée de démission, comme cause de cessation de fonctions du commissaire aux comptes, n'est pas évoquée.

Advint que pourra, le commissaire aux comptes, ne doit pas donner sa démission dans des conditions telles qu'elles pourraient porter préjudice à la société. Ceci dit, en principe, il doit attendre la réunion la de prochaine assemblée générale.

Paragraphe 2 : Missions du commissaire aux comptes.

Le dahir portant loi n °1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières a considérablement élargit le rôle des commissaires aux comptes. Avec l'entrée en vigueur de la loi 17 /95 sur les sociétés anonymes, ce champ d'intervention a été beaucoup plus renforcé.

À travers ces deux textes, le législateur a voulu faire du contrôle l'un des aspects essentiel de la vie sociale, afin de combler le vide crée par l'effacement du rôle des assemblées au sein des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Ainsi le renforcement du contrôle des comptes s'imposait pour instaurer un équilibre entre l'accroissement des pouvoirs des organes de gestion et les difficultés entraînées par une information d'actionnaires nombreux et peu familiarisés à la culture boursière.

C'est ainsi que sa responsabilité corollaire d'un pouvoir étendu s'est accrue, en effet le non-respect par le commissaire aux comptes de ces mesures pourrait engager sa responsabilité, tant à l'égard de la société, que des tiers.

Il est donc tenu, des conséquences dommageables des fautes et négligences commises par lui dans l'exercice de ses fonctions.

A) Missions du commissaire aux comptes.

La mission du commissaire aux comptes des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières à ce titre, c'est-à-dire tel qu'on l'entendrait en droit commun n'est pas très différente de la mission du commissaire aux comptes ordinaire.

Sur ce point, le dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières adopte en grande partie, la même conception que celle du droit commun. En effet pour l'exercice de leur mission, la loi leur accorde des droits et des pouvoirs importants (1), mais en contrepartie, les soumet à des obligations très strictes (2).

1-Attributions du commissaire aux comptes.

La mission générale et permanente du commissaire aux comptes consiste à vérifier la pertinence de la situation comptable et financière de la société telle qu'elle a été arrêtée par les dirigeants et telle qu'elle sera soumise à l'approbation de l'assemblée des actionnaires.

À côté de cette mission traditionnelle, consacrée par la loi 17/95⁶¹ et auquel le dahir portant loi n°1.93.213 attache une importance particulière⁶².

⁶¹Article 166 de la loi 17/95 relative aux sociétés anonymes

⁶²Article 100 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Cette dualité au niveau de la mission du commissaire aux comptes est réglementée de façon spéciale en raison de l'objet des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Plus précisément, les dispositions du dahir, dans la même conception que celle du texte du droit commun, imposent aux commissaires aux comptes trois tâches :

En premier lieu, le commissaire aux comptes, à l'exclusion de toute immixtion dans la gestion⁶³, doit procéder à la vérification des livres de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, ce rôle fondamental consiste à examiner les documents obligatoires ou facultatifs, qui sont le support de la comptabilité de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, pour s'assurer de la concordance entre les écritures comptables et les opérations de gestion, il s'agit notamment du livre journal, grand livre, livre d'inventaire et livres des procédures et de l'organisation comptable.

Par ailleurs, le commissaire aux comptes de vérifier les valeurs de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, il s'agit notamment de liquidités, portefeuilles des valeurs mobilières, portefeuille d'effets de commerce et les autres valeurs actives et passives faisant l'objet d'un inventaire.

En second lieu, le commissaire aux comptes a l'obligation de certifier les principaux documents comptables dressés par les dirigeants en fin d'exercice. Cette certification nécessite la mise en œuvre de normes de travail qui lui permettent de fonder son opinion⁶⁴.

Certes, les nouvelles techniques de l'ingénierie financière notamment la dématérialisation des valeurs mobilières compliquent la tâche du commissaire aux comptes, et

⁶³ *Il est interdit au commissaire aux comptes de s'immiscer dans la gestion de l'OPCVM, à cet égard, il ne peut :*

*-accomplir des actes de gestion, ni directement ni par association ou substitution aux dirigeants.
-porter une appréciation positive ou négative sur la qualité de gestion de l'OPCVM qu'il contrôle.
-examiner l'opportunité des décisions de gestion par le gestionnaire de la SICAV ou la société de gestion de FCP. V, également, DU PONTAVICE, (E.), « Le principe de non immixtion des commissaires aux comptes », *Revue des Sociétés*, 1973, p. 599 et s.*

⁶⁴ *Article 90 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

rendent hasardeux le contrôle et l'exactitude de l'inventaire des titres possédés par l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

Ainsi l'opinion du commissaire aux comptes a pour objet de garantir aux souscripteurs, qu'un professionnel qualifié a acquis l'assurance de la régularité et de la sincérité des états de synthèse.

Dans ce contexte, et conformément à la réflexion de la loi 17/95, l'opinion du commissaire aux comptes est limitée dans ces formulations à trois catégories : la certification sans réserve, la certification avec réserves ou le refus de certifier⁶⁵.

Enfin pour garantir la fiabilité et la qualité de l'information financière véhiculée par les états de synthèse, et destinée aux actionnaires, bailleurs de fonds, le commissaire aux comptes est tenu de vérifier la sincérité de ces informations préalablement à leurs diffusions.

En effet, il s'agit pour le commissaire aux comptes de certifier, d'un côté la conformité de la présentation du rapport annuel et semestriel aux plan comptables des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et aux modèles de la circulaire du Conseil déontologique des valeurs mobilières (ancienne circulaire n°06/96) du 16 septembre 1996, actuellement remplacé par celle n°04/00.

Et de l'autre côté, la conformité de ces états de synthèse avec les éléments de la comptabilité et de l'inventaire des actifs de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières tels qu'ils ont été vérifiées par ces soins.

Cette obligation est réglementée spécialement par le dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. La garantie de cette cohérence et sincérité est formalisée par une attestation du commissaire aux comptes rédigée conformément aux normes pratiquées sur le marché.

⁶⁵Article 175 de la loi 17/95 relative aux sociétés anonymes.

À ce niveau, le dahir à l'image des dispositions du droit commun adopte une conception modérée : il n'exige pas que le commissaires aux comptes certifie l'exactitude des comptes, sans perplexité, parce que les comptes sont rarement exacts.

Plus réaliste le dahir de 1993 a prévu que les états de synthèse devront être soumis à l'appréciation du commissaire aux comptes, lequel doit émettre son opinion, précisant si ces états, sont dans tous leurs aspects significatifs réguliers, sincères et donnant une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat des opérations de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, conformément aux principes comptables des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Le nouveau contexte juridique marocain régissant les missions du commissaire aux comptes est désormais harmonisé par rapport aux législations internationales, il ne s'agit plus d'une mission qui revêt un simple formalisme, comme c'était le cas du commissariat aux comptes dans le cadre du dahir de 1922⁶⁶.

En plus de la mission générale et permanente de certification de l'image fidèle que donnent les états de synthèse, le commissaire aux comptes, réalise des interventions qui lui sont connexes.

Ces interventions sont d'une grande importance, dans la mesure où elles permettent de contrôler certaines opérations particulières effectuées durant la vie sociale.

En matière d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, comme dans les sociétés de droit commun, la mission du commissaire aux comptes, n'est pas unique. Aujourd'hui, on assiste à une tendance vers un certain éparpillement de cette mission.

En effet, le dahir portant loi n°1.93.213 ne charge pas seulement le commissaire aux comptes d'examiner les comptes et les informations diffusées aux souscripteurs de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, ces interventions sont effectuées, en général, à l'occasion de la réalisation par l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières de certaines opérations spécifiques.

⁶⁶ *Cabinet MASNAOUI MAZARDS, « Le commissaire aux comptes », (bulletin d'information périodique) , n °105 du juin /juillet 2001, Casablanca, Maroc, p. 43.*

Devant la prolifération de ces missions, on adhère à la réflexion qui voit paradoxale, du point de vue terminologique, que la loi utilise, l'expression « commissaire aux comptes » alors qu'on parlait jusque-là de commissaire de société⁶⁷.

Ces missions diverses incombent à tous les commissaires aux comptes, c'est-à-dire qu'elles ne nécessitent pas un mandat spécial. Elles découlent de plein droit de la survenance de tel ou tel événement⁶⁸.

Aussi, préférons-nous se limiter à certaines de ces interventions spécifiques qui sont au nombre de quatre :

a) Evaluation des apports en nature.

Contrairement aux principes de droit commun où l'évaluation des apports en nature est établi, spécialement par un commissaire aux apports, en matière d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, le dahir portant loi n° 1.93.213 semble écarter implicitement cette disposition dans la mesure où c'est le commissaire aux comptes qui joue également le rôle du commissaire aux apports.

Cette spécificité relative à sa mission a été introduite également par l'article 8 de la circulaire n°03/01 relative au commissariat aux comptes, selon lequel tout apport en nature fait l'objet d'un rapport relatif à son évaluation lequel est établi préalablement à l'incorporation de l'apport à l'actif, par le commissaire aux comptes sous sa responsabilité.

À ce titre, le commissaire aux comptes se voit reconnaître les compétences d'un commissaire aux apports, il se voit attribuer aussi, le cas échéant, les compétences d'un commissaire à la fusion.

En droit français, à l'origine, le régime organisé par l'article 4 alinéa 7 de la loi de 1988 à propos des restructurations des sociétés d'investissement à capital variable montre

⁶⁷ GUYON Yves, *ouvr.cité*, p. 391.

⁶⁸ GUYON Yves, *ibid.*, p. 396.

l'effacement du rôle des assemblées des actionnaires dans les sociétés d'investissement à capital variable « l'assemblée générale extraordinaire qui décide une transformation, fusion ou scission, donne pouvoir au conseil d'administration ou au directoire d'évaluer les actifs et de déterminer la parité d'échange à une date qu'elle fixe, ces opérations s'effectuent sous le contrôle du commissaire aux comptes sans qu'il soit nécessaire de désigner un commissaire à la fusion, l'assemblée générale est dispensée d'approuver les comptes si ceux-ci sont certifiés par le commissaire aux comptes.

Le même principe est posé par le dahir portant loi 1.93.213 qui met à la charge du commissaire aux comptes des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, d'une part l'obligation de contrôler l'évaluation des actifs et la détermination de la parité de l'échange effectuée par le conseil d'administration lors de l'une des opérations de concentration ou de la déconcentration décidée par les actionnaires.

À cet égard, la loi semble opérer une distinction, selon qu'il s'agissait des apports effectués lors de la constitution de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ou au cours de la vie sociale.

Dans le premier cas, le commissaire aux comptes est tenu d'évaluer des apports effectués lors de la constitution⁶⁹. Il y procède en vue d'un rapport annexe au statut. Ces apports ne peuvent être constitués que par des biens susceptibles d'être apportés et qui sont énumérés par la loi⁷⁰.

Dans le second cas, c'est-à-dire, lors de l'émission d'actions nouvelles, le commissaire aux comptes apprécie et établit sous sa responsabilité un rapport relatif à son évaluation⁷¹. Autrement dit son intervention se limite ici à donner son jugement sur les valeurs retenus par l'organe de gestion⁷².

⁶⁹ *Article 18 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

⁷⁰ *Article 78 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

⁷¹ *Article 105 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

⁷² *Article 8 de la circulaire n°04/00 relative aux documents comptables et financiers exigés des Organismes collectif en valeurs mobilières.*

b) Convocation de l'assemblée générale.

En principe, le commissaire aux comptes n'est pas titulaire de cette compétence, il remplit exceptionnellement cette mission de suppléance pour remédier à la carence des organes de gestion⁷³.

Telle est la conception de droit commun et qui reste applicable en matière d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, dans la mesure où le commissaire aux comptes peut en cas d'urgence, convoquer l'assemblée générale⁷⁴.

Le dahir portant loi n°1.93.213 charge le commissaire aux comptes de convoquer les actionnaires et les porteurs de parts des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières dans un délai de 30 jours qui suivra toute condamnation définitive à l'encontre de l'un de ces dirigeants, afin de se prononcer, soit sur les modifications à apporter à la gestion de la société, soit sur sa dissolution éventuelle.

Par ailleurs, le commissaire aux comptes porte à la connaissance des actionnaires ou porteurs de parts des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, les irrégularités et inexactitudes relevées au cours de l'accomplissement de ses fonctions⁷⁵.

c) Fusion- Scission- Absorption.

Le principe posé par le dahir portant loi n°1.93.213, met à la charge du commissaire aux comptes des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, d'une part, l'obligation de contrôler l'évaluation des actifs et la détermination de la parité de l'échange effectué par l'organe de gestion lors de l'une des opérations de concentration ou de la déconcentration décidée par les actionnaires ou porteurs de parts des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

⁷³ Article 116, alinéa 2 et article 176 de la loi n°17/95 relative aux sociétés anonymes.

⁷⁴ Article 105 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

⁷⁵ Dans le cadre de sa mission d'audit légal des Organismes collectif en valeurs mobilières, le commissaire aux comptes, doit pour déterminer ces irrégularités, fixe un seuil de matérialité à partir duquel toute inexactitude est d'une importance significative, tout en prenant en considération, le seuil de signification préjudiciable à l'image fixée par le Conseil déontologique des valeurs mobilières à un maximum de 1% de la valeur liquidative de la fin de l'exercice.

Et d'autre part, de procéder à la certification de ces mêmes comptes sociaux, cette obligation de certification, est d'une importance capitale dans la mesure où elle dispense l'assemblée des actionnaires d'une société d'investissement à capital variable ou celle d'un fonds communs de placement de se prononcer prochainement sur la validité et l'appréciation de cette opération.

d) Liquidation.

Dans ce cadre, le commissaire aux comptes des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières a une mission d'évaluation du montant des actifs. Il établit un rapport sur les conditions de liquidation ainsi que les modalités de répartition des actifs dès lors que l'ensemble de cette opération a été déterminé par les statuts ou le règlement de gestion et que la clôture de la liquidation peut être prononcée⁷⁶.

Le rapport ainsi évoqué ci-dessus doit être mis à la disposition des actionnaires ou porteurs de parts. Il est également transmis sans délai aux instances de l'autorité de tutelle à savoir le Conseil déontologique des valeurs mobilières.

2) Les droits et prérogatives du commissaire aux comptes.

Pour mener à bien sa mission, le commissaire aux comptes dispose en vertu du droit commun des droits et prérogatives suffisamment étendus⁷⁷.

Le dahir portant loi n°1.93.213, adopte sur ce point en grande partie, la conception du droit commun. Il ne déroge que sur certains points qui marquent la particularité des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières par rapport aux sociétés ordinaires.

En effet, le commissaire aux comptes a un droit permanent auprès des organes de la société d'investissement à capital variable ou de la société de gestion.

⁷⁶ Article 76, alinéa 1 et 2 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

⁷⁷ Article 167 de la loi 17/95 relative aux sociétés anonymes.

À tout moment de l'année, il peut opérer toute vérification et tous contrôle qu'il estime opportun, il peut également se faire communiquer sur place toutes les pièces qu'ils jugent utiles à l'accomplissement de sa mission dans des conditions favorables, aussi bien pour l'intérêt des souscripteurs que pour ceux des tiers qui fondent leur orientation de placement sur de telles appréciations.

Le commissaire aux comptes peut également recueillir toutes informations utiles à l'exercice de sa mission auprès des autres organes des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. À cet égard, il bénéficie d'un droit de communication sur les états de synthèse et l'inventaire des actifs certifiés par l'établissement dépositaire. Ils sont mis à sa disposition, le quarantième jour, au plus tard avant l'assemblée générale de la société d'investissement à capitale variable⁷⁸.

En contrepartie de ses droits, le commissaire aux comptes est soumis à des obligations, ces derniers ont toujours été sources de responsabilité aussi bien civile que pénale.

Bien plus, toujours dans le sens d'un renforcement, ce droit d'information s'étend aussi à la communication, par le dépositaire de son rapport portant sur les comptes ouverts dans ses livres au nom de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières concerné, et pour les organes de gestion, des documents comptables contenus dans le rapport annuel, ainsi que ceux contenus dans le rapport semestriel⁷⁹.

B) Responsabilité du commissaire aux comptes.

En droit communautaire, l'absence d'harmonisation des systèmes de responsabilité civile des contrôleurs légaux, susceptible de constituer un frein au développement du marché du contrôle des comptes, la Commission recommande la mise en place d'un système de limitation de ladite responsabilité⁸⁰.

⁷⁸Article 102 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

⁷⁹Article 90, 2^{ème} alinéa du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

⁸⁰Comm. CE, *recomm. N° C (2008) 2274, 5 juin 2008 relative à la limitation de la responsabilité civile des contrôleurs légaux et des cabinets d'audit : JOUE n° L 162, 21 juin 2008, p. 39*

En effet, L'importance du rôle joué par les contrôleurs légaux des comptes dans la fiabilité de l'information financière n'est plus à démontrer, elle va de pair avec des obligations plus lourdes et une mise en cause plus fréquente de leur responsabilité. La directive 2006/43/CE du 17 mai 2006 relative aux contrôles légaux des comptes annuels et consolidés (modifiée en 2008) avait prévu une harmonisation minimale des exigences en la matière.

Elle comportait l'obligation (art. 31) pour la Commission d'établir un rapport sur l'incidence des dispositions nationales en matière de responsabilité sur le contrôle légal des comptes et de formuler d'éventuelles recommandations, ici commentées. La commission souligne dans le deuxième considérant combien la volatilité de la capitalisation boursière des sociétés est forte, ce qui constitue une source de risque élevé pour les auditeurs. Parallèlement, l'accès à l'assurance contre ces risques est devenu beaucoup plus coûteux.

Ces deux facteurs sont susceptibles de dissuader les cabinets d'audit de prendre position sur le marché du contrôle des comptes des sociétés cotées au sein de la communauté européenne (consid. 3), ce qui conduit la commission à recommander aux États membres de limiter la responsabilité des contrôleurs des comptes (art. 2). Cette limitation n'est valable que pour des manquements par les professionnels à leurs obligations qui ne sont pas intentionnels (ibid.) et ne doit pas empêcher la victime d'obtenir une indemnisation équitable (art. 4).

Une fois ces principes énoncés, la Commission, après avoir souligné la grande diversité des législations relatives à la responsabilité (consid. 5), laisse aux États-membres le choix d'une ou plusieurs méthodes de limitation de responsabilité parmi les trois méthodes qu'elle énumère. Méthode la plus simple à mettre en oeuvre, celle qui consiste à plafonner le montant des dommages et intérêts dû, ce plafond pouvant être fixé de manière générale (art. 5, a) ou particulière. Le plafond résulte dans cette hypothèse d'un accord entre la société dont les comptes sont contrôlés et le contrôleur légal (art. 5, c). Enfin, la responsabilité des contrôleurs pourra être limitée en écartant la responsabilité *in solidum* par application de principes qui fixent l'indemnité en proportion de la contribution effective du contrôleur au préjudice causé (art. 5, b), ces différentes méthodes de limitation de responsabilité avaient fait l'objet d'une consultation de la Commission⁸¹.

La limitation de la responsabilité du commissaire aux comptes par le biais d'un accord avec l'entreprise auditée, en raison du risque de dérive qu'elle comporte, fait l'objet d'un

⁸¹ cf *Communiqué, n° IP/07/845, 18 juin 2007 ; R. soc. 2007, p. 639 note B. Lecourt.*

encadrement strict (art. 6), et se trouve notamment soumise à l'exigence d'un contrôle juridictionnel (ibid., a), exigence relativement lourde qui pourrait dissuader les États membres d'avoir recours à cette méthode de limitation de la responsabilité (même si ce contrôle est susceptible d'intervenir a posteriori, l'insécurité juridique attachée à la possibilité d'une annulation de l'accord par le juge représente un inconvénient important). La Commission a envisagé ce contrôle juridictionnel pour les pays dont la législation prévoit que seule la société audité puisse mettre en jeu la responsabilité des contrôleurs légaux (avec des garanties à fournir aux actionnaires, consid. 6). La limitation de responsabilité des contrôleurs légaux préconisée par cette recommandation doit être effective en juin 2010.

En droit marocain, et à l'exception de certaines sanctions pénales spécifiques, la responsabilité du commissaire aux comptes des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, à ce titre, tel qu'on l'entendrait en droit commun, est calqué parfaitement sur celle du commissaire aux comptes au sein des sociétés anonymes ordinaires.

De ce fait, il ne paraît ni illogique ni inconcevable de présumer la référence totale du dahir de 1993 à la conception du droit commun.

Egalement, la loi 17/95 sur les sociétés anonymes, et la loi réglementant la profession d'expert comptable⁸², ont instauré un ensemble de mutations juridiques visant à mettre en place un nouveau contexte susceptible d'assurer l'accomplissement de la mission du commissaire aux comptes dans des conditions de transparence et de crédibilité.

Le non-respect par le commissaire aux comptes de cette réflexion pourrait engager sa responsabilité, tant à l'égard de la société que des tiers.

L'analyse de cette responsabilité nous amène à focaliser notre attention sur :

- Sa nature civile (1).
- Sa nature pénale s'il se rend coupable des délits prévus par la loi (2).

⁸² *La loi n°15/89 réglementant la profession d'expert comptable.*

- Et enfin sa nature disciplinaire lorsqu'il est faits contraires aux règles déontologiques de la profession (3).

1- La responsabilité civile du commissaire aux comptes.

C'est l'article 180 de la loi 17/95 sur les sociétés anonymes qui consacre la responsabilité civile du commissaire aux comptes. Ce dernier est engagé, tant à l'égard de la société que des tiers, du fait des conséquences dommageables, des fautes et négligences, qu'il commet pendant l'accomplissement de ses missions.

Après avoir rappelé que le commissaire est responsable de ses fautes personnelles, c'est au même article, d'ajouter qu'il est également responsable sur le plan civil, des infractions commises par les organes de gestion, lorsqu'en ayant eu connaissance, il ne les a pas révélées dans son rapport à l'assemblée générale⁸³.

Sur ce point, l'appréciation de la responsabilité du commissaire aux comptes est obscure. Il faut faire la part du dommage causé par le commissaire et de celui provoqué par les dirigeants, l'article 180, deuxième alinéa ne fournit qu'une clef de répartition imprécise.

Bien plus, et contrairement au dahir de 1922 qui disposait que l'étendue et les effets de la responsabilité du commissaire aux comptes envers la société, sont déterminés par les règles générales du mandat, la loi 17/95 ne présente aucune précision explicite à la notion du mandat, ni à la responsabilité du mandataire.

De ce fait, on sera amené, et comme déjà dans le paragraphe précédent, à assimiler, la mission du commissaire aux comptes à un contrat au terme duquel il est nommé par l'organe de gestion, sous le contrôle des autorités du marché.

La combinaison des dispositions légales de la loi sur les sociétés anonymes ordinaires⁸⁴, et celles du dahir des obligations et contrats, qui précisent les conditions

⁸³ Article 180, 1^{er} alinéa de la loi 17/95 relative aux sociétés anonymes.

⁸⁴ Article 180 de la loi 17/95, 2^{ème} alinéa de la loi 17/95 relative aux sociétés anonymes.

générales d'engagement de la responsabilité civile, nous permettent de déduire que la responsabilité du commissaire aux comptes est à la fois contractuelle et délictuelle⁸⁵ :

Contractuelle dans la mesure où, le commissaire aux comptes est investie d'une mission légale de contrôle, matérialisé par un programme de travail détaillé qui retrace l'ensemble des missions qu'il doit respecter. Par conséquent, l'inexécution, par ce dernier, de l'une de ses attributions, engage automatiquement sa responsabilité.

La responsabilité du commissaire aux comptes peut également revêtir un caractère délictuel. À cet égard, c'est les tiers qui sont préjudiciés, c'est-à-dire les investisseurs et les bailleurs de fonds potentiels, pour lesquels, l'information financière certifiée en second lieu, et sur la base du quelle, ils fondent leurs décisions d'orienter leur placement vers tel ou tel Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, selon les performances affichées.

Qu'il s'agisse de la responsabilité contractuelle ou délictuelle, il faut que la mise en œuvre de cette responsabilité se heurte à la difficulté d'apprécier, la faute d'une part et d'autre part le lien de cause à effet qui unit cette dernière au dommage.

Aussi, préférons-nous écarter tout ce qui relève du détail des éléments constitutifs de la responsabilité civile, pour n'aborder que la question relative à la nature de l'obligation que contracte le commissaire aux comptes, s'agit-il d'une obligation de moyens ou de résultat ?

La réflexion générale des dispositions du dahir portant loi n°1.93.213, se pencher en faveur d'une obligation de moyens⁸⁶. Par conséquent, le commissaire aux comptes n'est condamné à des dommages et intérêts qu'après avoir constaté l'existence d'une faute, le plus souvent une négligence.

Cette solution est confirmée par la loi sur les sociétés anonymes ordinaires. L'emploi du terme « sondages » en est révélateur⁸⁷.

⁸⁵ Article 77 et 78, du dahir des obligations et contrats (DOC) marocain.

⁸⁶ Article 100 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

⁸⁷ Article 169 de la loi n°17/95 relative aux sociétés anonymes.

En revanche, malgré certaines formules ambiguës employées par les deux textes évoqués ci-dessus, certaines missions, notamment les interventions connexes, ne laissent place à presque aucune équivoque et paraissent donc donner naissance à une obligation de résultat.

La conséquence étant que, le commissaire aux comptes, comme beaucoup d'autres professions libérales contracte habituellement une obligation de moyens et plus exceptionnellement une obligation de résultat⁸⁸.

Que ce soit, celle-ci, il faut rappeler que l'action en responsabilité à l'encontre du commissaire aux comptes se prescrit dans un délai de 5 ans, à compter du fait dommageable ou s'il a été dissimulé, au jour de sa révélation⁸⁹.

Ainsi, on peut citer l'article 404 de la loi 17/95 sur les sociétés anonymes qui prévoit une peine d'emprisonnement de 1 à 6 mois et d'une amende de 8000 à 40 000 dirhams pour toute personne qui, soit en son nom personnel, soit au titre d'associé dans une société de commissaires aux comptes a intentionnellement :

-accepté,

-exercé,

-ou conservé les fonctions de commissaires aux comptes en dépit des incompatibilités légales.

Le législateur français est plus avancé que son homologue marocain grâce à deux aspects essentiels :

D'abord, les commissaires aux comptes sont tenus de révéler les faits délictueux au procureur de la république⁹⁰. L'article L.225-240, alinéa 2 du Code commerce précise que « *les commissaires aux comptes révèlent au procureur de la République les faits délictueux dont ils ont eu connaissance, sans que leur responsabilité puisse être engagée pour cette révélation* ».

⁸⁸ GUYON Yves, *ouv. cité p. 400.*

⁸⁹ Article 181 de loi n°17/95 relative aux sociétés anonymes.

⁹⁰ Article L. 820-7 modifié par la loi du 15 mai 2001.

Ensuite la peine est plus sévère, car la non-dénonciation de faits délictueux est punie d'une peine de cinq ans de prison et de 75 000 euros d'amende en vertu de l'article 820-7 du Code de commerce. En outre, la certification réitérée et en connaissance de cause de comptes dissimulant des faits délictueux est qualifiée de complicité par la Cour de cassation⁹¹. Le commissaire doit informer le Parquet sans information préalable à l'assemblée générale et sans que sa responsabilité soit engagée, même si l'information provoquée par cette révélation aboutit à un non-lieu⁹².

L'obligation de révélation ne concerne pas le commissaire aux apports et à la fusion, ni le commissaire à la transformation. L'obligation de révélation ne concerne que les faits à la fois significatifs (fait qui modifie sensiblement la présentation de la situation financière et qui a pour effet de soustraire l'entité ou ses dirigeants à des dispositions légales) et délibérés. La régularisation effective dans les meilleurs délais est un indice de bonne foi. La mauvaise foi du commissaire constitue l'élément moral de l'infraction. La négligence n'implique pas la mauvaise foi sauf lorsqu'elle a un caractère frauduleux. Ainsi, la Cour d'appel de Lyon a considéré que les négligences et l'incompétence manifeste du commissaire aux comptes sont exclusives de mauvaise foi et ne suffisent pas à caractériser le délit de non divulgation⁹³, constituent des faits délictueux, la non révélation des faits suivants :

- Le défaut de tenue de l'assemblée générale dans les six mois de la clôture de l'exercice ;
- La majoration frauduleuse d'un apport en nature ;
- Les infractions aux règles de facturation ;
- Des comptes débiteurs divers dissimulant des prêts personnels consentis à divers administrateurs avec des deniers de la société.

La prescription du délit de non révélation court du jour où le commissaire s'est abstenu volontairement de la révélation des faits délictueux et au plus tard à la date de certification des comptes⁹⁴.

⁹¹ *Cass. Crim.*, 25 févr. 2004, n° 03-81.173, *Bull. Joly 2004*, p. 763.

⁹² *TGI Lyon*, 22 nov. 1977, *Bull. CNCC 1977*, p. 351.

⁹³ *CA Lyon*, 13 déc. 2000, p. 147, *Bull. CNCC, 2001*, n° 121, p. 113.

⁹⁴ *Cass. Com.* 24 mars 1999, *Bull. Joly 1999*, p. 793.

- **L'exercice illégal de la profession** de commissaire aux comptes est sanctionné, depuis la loi du 1^{er} août 2003, par un an d'emprisonnement et 15 000 euros d'amende. Est également sanctionné le fait d'avoir fait usage du titre sans avoir prêté serment devant la cour d'appel. Les tiers de bonne foi ne doivent pas souffrir des actes d'exercice illégal, si bien que la nullité de ces actes ne peut leur être imposée. Outre la responsabilité pénale, la responsabilité disciplinaire des commissaires aux comptes peut être engagée pour des manquements aux règles professionnelles et au Code déontologie.

En outre, des fautes commises en dehors de l'exercice professionnel mais susceptible de porter atteinte à l'honneur et à la probité telles que la fraude fiscale ou la facturation d'honoraires injustifiés, peuvent aussi être sanctionnées disciplinairement. Lorsque des faits d'une particulière gravité sont de nature à entraîner une sanction pénale ou disciplinaire, le ministre de la Justice peut, dès l'engagement des poursuites et lorsque l'urgence et l'intérêt public le justifient, prononcer la suspension provisoire du commissaire aux comptes, l'intéressé ayant, au préalable, été mis en mesure de présenter ses observations. La suspension provisoire cesse de plein droit dès que les sanctions pénales ou disciplinaires sont éteintes. L'amnistie pénale entraîne, en principe, l'amnistie disciplinaire. Toutefois, il en est autrement lorsque les faits constituent des manquements à l'honneur et à la probité.

2- Responsabilité pénale.

Dans le souci de protéger les intérêts de toutes les parties ayant un lien avec la mission du commissaire aux comptes, la loi 17/95 et la loi 15/89, ont établi un dispositif de sanctions pénales à l'encontre des commissaires aux comptes qui ne respectent pas les dispositions en vigueur.

Ici, nous nous tenons aux sanctions pénales relatives aux commissaires aux comptes et qui sont spécialement réglementées par le dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

En effet, conformément à ses dispositions, seront puni d'un emprisonnement de six mois à deux ans et d'une amende de 5 000 à 10 0 000 dirhams ou de l'une de ces peines

seulement tout commissaire aux comptes qui soit en son nom avoir sciemment donné ou confirmé des informations mensongères sur la situation de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ou qui en infraction des dispositions de l'article 104, n'aura pas porté à la connaissance du Conseil déontologique des valeurs mobilières, ainsi qu'à celle de l'assemblée générale des actionnaires, les irrégularités ou inexactitudes qu'il aura relevées pendant l'accomplissement de sa mission⁹⁵.

De même, la non-convocation de l'assemblée générale, par le commissaire aux comptes dans les conditions prévues à l'article 50 sera punie des mêmes peines évoquées ci-dessus.

Aussi convient-il de souligner que l'utilisation de l'adverbe « sciemment » est symptomatique. La mise en œuvre de la responsabilité du commissaire aux comptes, suppose une volonté consciente, c'est-à-dire par sa connaissance du caractère illicite de l'acte accompli.

Enfin, et comme c'était le cas pour les jugements prononcés à l'encontre des dirigeants, le tribunal peut ordonner que soit publié intégralement ou par extraits au bulletin officiel et dans un journal d'annonces légales, les condamnations prononcées au titre des sanctions prévues à l'encontre du commissaire aux comptes⁹⁶.

-Les délits relatifs aux fausses informations : ce délit est réprimé par l'article L.820-7 du Code de commerce ainsi rédigé :*« Est puni d'un emprisonnement de cinq ans et d'une amende de 75000 euros le fait, pour toute personne, de donner ou confirmer soit en son nom personnel, soit au titre d'associé dans une société de commissaires aux comptes des informations mensongères sur la situation de la personne morale ou de ne pas révéler au procureur de la République les faits délictueux dont il a eu connaissance ».*

Ce texte est applicable depuis la loi du 1^{er} août 2003 à tous les types de groupements contrôlés par les commissaires aux comptes mais la jurisprudence antérieure le concernant reste valide car les éléments constitutifs de l'infraction n'ont pas changé. Les *informations*

⁹⁵ Article 181 de la loi 17/95 relative aux sociétés anonymes.

⁹⁶ Article 125 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

mensongères concernées sont constituées par des inexactitudes, des malversations ou des risques anormaux que le commissaire aux comptes a sciemment cachées aux associés, actionnaires ou à des créanciers. Ces informations peuvent figurer dans le rapport ou dans tout autre document émanant du commissaire ou même encore dans des propos oraux volontairement inexacts.

Ainsi tombe sous le coup de l'article L.820-7 « *Le commissaire aux comptes qui lors de l'émission d'un emprunt obligataire, certifie des comptes inexacts et omet de signaler la baisse des résultats du groupe contrôlé⁹⁷, celui qui approuve sans réserve la régularité des comptes annuels alors qu'il a constaté que le livre d'inventaire était incomplet et qu'il lui a été signalé par le comptable de la société et le conseil de l'un des actionnaires que les comptes étaient faux⁹⁸.*

-La violation du secret professionnel constitue aussi un délit car en vertu de l'article L. 822-15 du code de commerce : « *Sous réserve des dispositions législatives particulières, les commissaires aux comptes, ainsi que leurs collaborateurs et experts, sont astreints au secret professionnel pour les faits, actes et renseignements dont ils ont pu avoir connaissance à raison de leurs fonctions.* ». Cette obligation est assortie d'une sanction pénale d'un an de prison et de 15 000 euros d'amende en vertu des articles 226-13 et 226-14 du code pénal.⁹⁹ En droit marocain, la peine encourue est un emprisonnement de 1 à 6 mois et une amende de 120 à 1000 dirhams).

3- Responsabilité disciplinaire.

Le commissaire aux comptes fait partie d'une profession réglementée possédant une autorité disciplinaire interne probante. Sa responsabilité commence dès le moment où il y a une atteinte au code déontologique et aux règles de la profession. C'est à dire ce n'est pas uniquement l'exercice de la profession qui est contrôlée, mais aussi la pratique quotidienne des fonctions qui est placée sous surveillance¹⁰⁰.

⁹⁷ *Cass.crim., 2 avril 1990, n° 87-90.729, Bull.crim.n° 142, p.377.*

⁹⁸ *Cass.crim., 8 avril 1991, n° 88-81.542, Bull.crim.n° 166, p.421.*

¹⁰⁰ *DE LAUZAINGHEIN Ch., NAVARRO J-L., CHILIS N E., « Droit comptable », édition Dalloz, 2004, n°97, p. 89.*

À cet égard, outre les dispositions légales prévues par le dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, le commissaire aux comptes de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, est tenu de respecter également les règles fixées par la loi n°15/89 réglementant la profession d'expert comptable, le code des devoirs professionnels, ainsi que les normes professionnelles d'audit légal et contractuel¹⁰¹.

Contrairement aux deux responsabilités évoquées ci-dessus, la responsabilité disciplinaire du commissaire aux comptes ne vise pas la réparation du préjudice causé à la profession, elle revêt plutôt un caractère de sanction et répression¹⁰².

Les sanctions disciplinaires sont :

- L'avertissement ;
- Le blâme ;
- L'interdiction temporaire ;
- La radiation de la liste.

Les deux premières sont orales, tandis que les deux suivantes ont pour conséquence l'impossibilité d'exercer la profession. Ce qui oblige le commissaire aux comptes de ne plus pouvoir faire état de sa qualité pendant tout le temps de la suspension ou de la radiation. S'il le fait, il sera poursuivi pour exercice illégal de la profession.

Mais le commissaire aux comptes ne pourrait pas remplir une mission aussi élevée s'il n'était pas indépendant et objectif. Ses appréciations doivent être l'expression de ce qu'il croit être la vérité et ne doivent pas être données en considération d'intérêts particuliers. L'indépendance du commissaire aux comptes apparaît alors nécessaire, étant au fondement de tout contrôle efficace.

¹⁰¹ *Cabinet MASNAOUI MAZARS « La responsabilité du commissaire aux comptes », BIP (bulletin d'informations périodiques) n °114, juin 2002, p. 53.*

¹⁰² *D'après l'article 68 de la loi 15/89 « Les sanctions disciplinaires : avertissement, blâme suspension pour 6 mois au maximum ou radiation de l'ordre des experts comptables ».*

Section 2

L'indépendance, garantie de l'efficacité de ces missions¹⁰³.

Le commissaire aux comptes doit être et paraître indépendant, conserver une attitude d'esprit assurant un déroulement de ses missions avec intégrité et d'impartialité irréprochables, et être libre de tout lien dont l'interprétation pourrait être de nature à entacher son intégrité et son objectivité, cette norme demeure également valable pour les collaborateurs chargés de mettre en œuvre les diligences d'audit.

L'indépendance garantit aux porteurs des parts ou actionnaires d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières le respect de l'égalité entre eux, la fidélité des informations publiées et la sécurité de leurs placements.

En effet, le commissaire aux comptes ne serait exercé qu'un contrôle illusoire s'il était dépendant des sociétés qu'il contrôle et sa présence serait plus dangereuse qu'utile, tout le monde admet donc la nécessité de cette indépendance (Paragraphe 2). Mais, elle ne fut garantie qu'à une époque relativement récente, à l'origine, cette question ne se pose même pas. Un des objectifs essentiels de la loi de sécurité financière et le dahir de 1993 sont la consécration de l'indépendance qui apparaît comme garantie de l'efficacité de contrôle (Paragraphe 1).

Paragraphe 1 : La consécration législative de ce principe.

Il est bien évident que le souci de garantir l'indépendance des commissaires aux comptes n'est pas une préoccupation nouvelle en France¹⁰⁴, le code de commerce contenait déjà des règles passablement exigeantes en la matière¹⁰⁵.

¹⁰³ GUYON Yves, « L'indépendance des commissaires aux comptes », JCP, 1977. I. 2831.

¹⁰⁴ COHEN Scali, « L'indépendance des commissaires aux comptes, une problématique complexe », RDC 1991, n°3, p. 51 ; LE PORTZ (Y.), « Indépendance et déontologie des commissaires aux comptes », in rapport moral sur l'argent dans le monde en 2002, la crise financière et ses suites, les grands dossiers d'éthique financière -association d'économie financière, janvier 2003, p. 129 à 136 ; PORACCHIA (D.), « Responsabilité dans l'élaboration des informations financières relative à la société et indépendance de commissaires aux comptes », petites affiches, 17 octobre, 2002, n°208, p. 4.

¹⁰⁵ Notamment article L. 219-3 de la loi du 24 juillet 1966 devenu article L. 225-222 du code de commerce.

L'indépendance du commissaire aux comptes n'est pas une fin en soi, c'est un moyen au service de la mise en œuvre d'un contrôle légal est désormais un audit légal efficace, et qu'elle ne devrait pas prendre des « aspects technocratiques¹⁰⁶ ».

C'est pourquoi, avant même la loi du 24 juillet 1966, Georges Ripert écrivait, à propos de l'indépendance des commissaires aux comptes qu'elle *leur est indispensable*, et c'est bien dans cet esprit que le principe d'indépendance a été réaffirmé par la loi du 24 juillet 1996, le décret du 7 décembre 1976 et l'article 15 de la loi du 1^{er} mars 1984, lequel formalise sur le plan législatif le principe selon lequel « *les fonctions du commissaire aux comptes sont incompatibles avec toute activité ou tout acte de nature à porter atteinte à son indépendance* ». C'est dans le même esprit que la très importante recommandation n°60 du 2 juillet 1980 de la Compagnie nationale du commissaire aux comptes relative à l'indépendance devait décliner les modalités pratiques de l'application du principe.

La loi dite de sécurité financière, fait plusieurs fois référence à la promotion du principe d'indépendance du commissaire aux comptes et ce, par la gestion du conflit d'intérêts (A), et l'instauration de la transparence des honoraires de ce dernier (B).

A) L'objectif d'indépendance par la gestion du conflit d'intérêts.

Les incompatibilités visent le renforcement de l'indépendance du commissaire aux comptes qui ne doit pas se trouver dans une situation de nature à compromettre son indépendance.

En droit marocain, la prévention des incompatibilités est normalement assuré non seulement par le contrôle auquel se livre l'autorité de tutelle, dans le cadre de l'instruction du dossier d'agrément, mais également par le dispositif légal et réglementaire régissant aussi bien la profession d'expert comptable que la société anonyme.

Devant le mutisme du texte de loi sur les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, qui ne traite pas des incompatibilités du commissaire aux comptes, les cas d'incompatibilités sont à rechercher dans la loi sur la société anonyme qui reste applicable

¹⁰⁶ VIDAL (D.), « *Libres propos sur l'indépendance du commissaire aux comptes après la loi de sécurité financière* », In *Mèl, D. Schmidt, Joly éditions, 2005, p. 475.*

aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et ce dans le respect de l'article 5 de la loi n°1.93.213 précité. Cependant pour les fonds communs de placement n'ayant pas la forme de société anonyme, il y a lieu de les assimiler aux sociétés d'investissement à capital variable pour éviter leur exclusion et assurer une homogénéité dans le traitement des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Quand est-il de l'apport de la réglementation française sur ce point ?

En ce qui concerne le renforcement des incompatibilités, il existe déjà une idée essentielle du droit des sociétés à savoir, la volonté de prévenir les conflits d'intérêts, qui a été réaffirmé dans la loi « nouvelle régulation économique » (NRE).

Avec la loi de sécurité financière, afin de renforcer l'indépendance des commissaires aux comptes, on traque les situations de conflits d'intérêts¹⁰⁷ en étendant le champ des incompatibilités objectives et subjectives des commissaires aux comptes dans trois directions :

- Incompatibilité avec des fonctions ;
- Incompatibilité avec des conseils et des prestations de services ;
- Incompatibilité avec des liens.

La proposition de directive s'intéresse également aux incompatibilités, afin d'éviter que pèse sur le contrôleur légal une menace d'auto révision, celui-ci ne doit en aucun façon être associé aux décisions prises par la direction de l'entreprise¹⁰⁸. Ce qui rejoint l'interdiction posée par l'article L. 225-235 du code de commerce qui interdit aux commissaires aux comptes toute immixtion dans la gestion de la société contrôlée.

¹⁰⁷ D. Schmidt dans son ouvrage intitulé « Les conflits d'intérêts dans la société anonyme », éd, Joly, coll. Pratique des affaires, juin, 1999, p. 25, propose la définition suivante « dans la suite de cet ouvrage, l'expression conflit d'intérêts vise toute situation dans laquelle un actionnaire ou un dirigeant choisit d'exercer ses droits et pouvoir en violation de l'intérêt commun soit pour satisfaire un intérêt commun soit pour satisfaire un intérêt personnel extérieur à la société, soit pour s'octroyer dans la société un avantage au préjudice des autres actionnaires ».

¹⁰⁸ Article 23 de la commission européenne dans son proposition de directive concernant le contrôle légal des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives du conseil 78/660/CEE et 83/349/CEE (http://europaa.eu.int/comm/internal_market/auditing/index_fr.htm).

De plus, le contrôleur légal ne doit pas procéder au contrôle légal des comptes d'une entité avec laquelle il entretient une relation financière, d'affaires, d'emploi ou de toute autre nature, en ce compris la fourniture de services complémentaires pouvant compromettre son indépendance (article 23). La fourniture de prestations de services autres que d'audit expose en effet le contrôleur légal aux menaces liées à l'auto révision, à l'intérêt personnel et à la représentation.

En France, le législateur a également entendu mettre fin aux dérives du passé qui s'expliquaient notamment par la difficulté qu'il y avait, compte tenu des textes anciens de tracer une frontière claire entre activités de conseils et d'audit.

En effet, selon l'article L.822-11 du code de commerce issu de la loi de sécurité financière, le commissaire aux comptes ne peut avoir de mandat d'audit légal dans une société qu'il conseille, s'il conseille sa mère ou ses filiales, si un membre du réseau auquel il appartient effectue des prestations de service à la mère ou ses filiales, si un membre du réseau auquel il appartient fournit des prestations de services à la mère ou aux filiales, de nature à affecter son indépendance¹⁰⁹.

On trouve d'abord dans les nouveaux textes la consécration directe de l'exigence d'indépendance du commissaire aux comptes. Jusqu'ici, l'article L. 225-222 du code de commerce posait quelques principes simples et notamment celui que les fonctions de commissaires aux comptes sont incompatibles avec toute activité ou tout acte de nature à porter atteinte à son indépendance. En revanche, l'article L. 225-24 formulait d'une manière devenue inadaptée diverses incompatibilités.

Parmi ces incompatibilités figuraient des liens de parenté dont la révélation était parfois conjecturale. Référence était faite aux liens de mariage et non à ceux naissant d'un PACS. Aucune incompatibilité n'était prévue entre la qualité d'actionnaire et la fonction du commissaire aux comptes.

Les limites de l'article étaient les limites propres à la méthode énumérative¹¹⁰ dont le législateur de 2003 entendait s'affranchir. Six nouveaux articles viennent renforcer cette

¹⁰⁹ *Intervention du garde des sceaux à la réunion de la CNCC du 10 septembre 2003.*

¹¹⁰ *MONÉGER et GRANIER, « Le commissaire aux comptes », n°307, Dalloz 1995, p. et suivants.*

indépendance. La démarche retenue comme le souligne M. Couret correspond mieux à la tradition française. La loi nouvelle substitue à une liste d'incompatibilités des principes généraux, démarche qui donne plus de portée aux règles définissant les conditions de l'indépendance¹¹¹.

Tout d'abord le premier alinéa de l'article L. 822-11 pose un principe fort : le commissaire aux comptes ne peut prendre recevoir ou conserver, directement ou indirectement un intérêt auprès de la personne qui la contrôle ou qui est contrôlé par elle, au sens de I et II de l'article L. 233-3 du code de commerce. Le deuxième alinéa renvoie au code de déontologie s'agissant des liens familiaux, financiers ou professionnels incompatibles avec l'exercice de la mission du commissaire aux comptes.

Ce code de déontologie précise en particulier « les situations dans lesquelles l'indépendance aux comptes est affecté, lorsqu'il appartient à un réseau pluridisciplinaire, national ou international, dont les membres ont un intérêt économique commun, par la fourniture des prestations des services à une personne contrôlée ou qui contrôle au sens de I et II de l'article L. 233-3, la personne dont les comptes sont certifiés par le dit commissaire aux comptes ».

Le code de déontologie précise également les restrictions à apporter à la détention d'intérêts financiers par les salariés et collaborateurs du commissaire aux comptes dans les sociétés dont les comptes sont certifiés par lui ».

Au titre du principe général précédemment édicté, la loi pose le principe général de la séparation des activités d'audit et de contrôle : il est interdit au commissaire aux comptes de donner à la personne dont il est chargé de certifier les comptes ou aux personnes qui la contrôlent ou qui sont contrôlés par celle-ci au sens de I et II de l'article L. 233-3 du code de commerce, toute prestation de service, notamment de conseil, avis ou recommandation distincte des diligences directement liées à la mission, ces diligences étant définies par des normes professionnelles (art 822 -11, II).

¹¹¹ Ce type de démarche n'est pas nouveau. Le décret de 7 décembre 1976 modifiant le décret de 12 août s'était déjà attaché à fortifier l'indépendance des commissaires aux comptes par l'édition d'incompatibilités générales.

Dans ce cadre, la loi traite la délicate question des réseaux : le commissaire aux comptes affiliés à un réseau national ou international dont les membres ont un intérêt économique commun qui ne consacre pas exclusivement à l'activité de contrôle légal ne peut certifier les comptes d'une personne qui, en vertu d'un contrat conclu avec ce réseau ou un membre de ce réseau, bénéficie d'une prestation de services notamment de conseil, n'entrant pas dans les diligences directement liées à la mission du commissaire aux comptes¹¹² selon bien entendu faite par le Haut conseil du commissariat aux comptes.

Toutefois, il n'est pas inintéressant de revenir un instant sur l'évolution du texte devant le parlement. À l'origine, l'interdiction pesant sur le commissaire aux comptes d'une société ne s'étendait pas à toute prestation de services au sein du groupe. Une société de commissaires aux comptes pouvait donc certifier les comptes d'une entreprise dont une ou plusieurs filiales recevaient par ailleurs d'importantes prestations de conseil d'un membre de son réseau. La commission des finances du Sénat français avait souhaité aller beaucoup plus loin, sous réserve que l'interdiction porte sur les seules prestations de services significatives.

L'assemblée nationale en est revenue à un renvoi au code de déontologie de « préciser en particulier les situations dans lesquelles l'indépendance du commerce aux comptes est affecté, lorsqu'il appartient à un réseau pluridisciplinaire, national ou international, dont les membres ont un intérêt économique commun, par la fourniture de prestations de services à une personne contrôlée ou qui contrôle la personne dont les comptes sont certifiés par ledit commissaire aux comptes ». (art L. 821-11, al, 2).

Reste que l'articulation doit se faire entre les dispositions du code de déontologie et la situation en cause. Le deuxième alinéa de l'article L. 822-11 renvoie à « l'appréciation faite par le Haut conseil du commissariat aux comptes en application du troisième alinéa de l'article L. 821-1 », lequel lui impose de « veiller au respect de la déontologie et de l'indépendance des commissaires aux comptes ».

On croit comprendre qu'il appartiendra au Haut conseil de réagir chaque fois qu'il aura connaissance d'une situation portant atteinte aux principes fixés par le code de déontologie. De ce point de vue, le Haut conseil devrait se substituer au comité de

¹¹² *Telle qu'appréciés par le Haut conseil du commissariat aux comptes.*

déontologie qui formulait jusqu'à maintenant des avis sur les situations susceptibles de comporter des risques pour l'indépendance des commissaires aux comptes.

Vidé de l'essentiel des incompatibilités dont il était porteur et qui désormais l'objet du nouvel article L. 822-11, l'article L. 225-224 du code de commerce ne contenait, après la première lecture de texte par le Sénat plus qu'un cas d'incompatibilités : ne peuvent être nommés commissaires aux comptes les professionnels chargés, au cours des deux derniers exercices, de vérifier les opérations d'apport ou de fusion de la société et des sociétés que celle-ci contrôle au sens de II et III de l'article L. 233-15 (art 70 du projet). Cette disposition trouvait son origine dans un avis de comité de déontologie de l'indépendance qui avait établi une incompatibilité sur ce point. Elle avait pour objet d'éviter que les commissaires aux apports soient tentés de faire preuve de bienveillance dans l'espoir d'être désignés comme commissaire aux comptes de la société¹¹³.

En première lecture, l'assemblée nationale a transformé ce principe d'interdiction en un principe d'information : au terme de l'alinéa 2 de l'article L. 225-288, lorsque le commissaire aux comptes a vérifié, au cours des deux derniers exercices, les opérations d'apports ou de fusion de la société ou des sociétés que celle-ci contrôle au sens des I et II de l'article L. 233-16, le projet de résolution émanant du conseil d'administration ou du conseil de surveillance tendant à les désigner en fait état. Désormais, totalement vidé de sa substance, l'article L. 225-224 est supprimé de code de commerce¹¹⁴.

Cette suppression a fait naître cependant d'importantes difficultés compte tenu des jeux des renvois. En effet, plusieurs dispositions de code de commerce et du code monétaire et financier renvoyaient à l'article L. 225-224 pour les incompatibilités. Dès lors, disparaissent des incompatibilités spéciales du droit des sociétés anonymes :

- Pour les fonctions de commissaires aux apports (art 225-8 et L. 225 -147 du code de commerce).
- Pour les fonctions du commissaire à la fusion (art, L 236-10 du code de commerce).

¹¹³ *Rapport François Goulard, n°807, préc, page. 400.*

¹¹⁴ *Article 111 de la loi.*

- Pour les fonctions de commissaire à la transformation. (art L. 22-3 du code de commerce).

Egalement en dehors des sociétés anonymes disparaît le corps d'incompatibilités pour les fonctions de commissaire aux comptes dans les sociétés civiles de placement immobilier¹¹⁵.

Les articles L. 225-225 et L. 225-226 du code de commerce sont retouchés s'agissant du délai de viduité concernant tant l'hypothèse de l'accès d'un commissaire aux comptes aux fonctions de dirigeant d'une personne morale que celle de la désignation de dirigeant ou d'un salarié d'une personne morale en qualité de commissaire aux comptes de cette personne¹¹⁶. Le mot dirigeant se substitue à administrateurs, directeurs généraux ou membres de directoire, dans le premier cas, ce qui pourrait laisser penser que le commissaire aux comptes peut accéder aux fonctions d'administrateur. La même observation peut être faite pour le cas de désignation d'un administrateur comme commissaire aux comptes.

Ainsi, le commissaire aux comptes, qui ne peut être nommé moins de 5 ans¹¹⁷, après la cessation de fonction de dirigeant ou salarié de la personne morale qu'il contrôle ne saurait davantage exercer les mêmes fonctions dans une personne morale contrôlée ou contrôlé au sens des I et II de l'article 233-3 la personne morale dont ils ont certifié le compte (art 228-12 alinéa 2 de code de commerce).

Les personnes qui ont été dirigeantes ou salariées d'une personne morale et qui ne peuvent être nommées commissaires aux comptes de cette personne morale de moins de cinq ans après la cessation de leurs fonctions ne peuvent être davantage nommées commissaires aux comptes des personnes morales possédant 10% du capital de la personne morale dans laquelle elles exerçaient leurs fonctions (art 822-12 et 822-13 : les commissaires aux comptes et les membres d'une société de commissaires peuvent être nommés dans le délai de 5 ans

¹¹⁵ *Art L. 214 - 79 du code monétaire et financier.*

¹¹⁶ *Ce délai est un délai de cinq. La règle est également étendue aux personnes morales possédant 10% du capital de la personne morale dans laquelle elle exerçait leur fonction ou qu'elles contrôlaient, ou dont celle-ci possède 10% du capital lors de la cessation de leurs fonctions.*

¹¹⁷ *Certains pays européen ont retenu des délais plus courts, ainsi, le délai est simplement de deux ans en Belgique (WYMEERSCH E., « La corporate governance dans le nouveau droit belge », Mélanges ; GUYON Yves, Dalloz, 2003, p. 1123).*

dirigeants de sociétés possédant 10% du capital : la loi nouvelle abroge en effet le deuxième alinéa de l'article L. 225-25, du code de commerce mettant fin au système établi précédemment par les articles (L. 225-225 et 225-226).

B) Les honoraires du commissaire aux comptes.

Le souci d'indépendance a conduit la commission européenne à s'intéresser aux honoraires du contrôleur légal des comptes. Ils doivent être de nature à permettre un contrôle légal de bonne qualité, ne doivent revêtir aucun caractère conditionnel et ne doivent être ni déterminés, ni influencés par la fourniture des services complémentaires à l'entité contrôlée¹¹⁸.

En France, également le législateur et les autorités de contrôle se sont préoccupés du mode de fixation des honoraires. Un barème continue de fournir aux commissaires aux comptes une référence sur le nombre d'heures nécessaires à l'intervention¹¹⁹

Selon le code de déontologie, le commissaire aux comptes ne peut pas accepter un niveau d'honoraires risquant de compromettre la qualité de ses travaux¹²⁰. De plus, il doit, lorsqu'il répond à des appels d'offres, s'assurer que le prix qu'il propose n'est pas de nature à avoir une incidence sur la qualité de ses travaux ou à compromettre son indépendance ou son apparence d'indépendance.

La proposition de directive ne prévoit rien sur la publication des honoraires qui avait pourtant été envisagé par la Commission dans son livre ouvert de 1996 puis dans sa recommandation précitée du 16 mai 2002, dans le but de permettre au contrôleur légal de démontrer que son indépendance n'avait pas été compromise par la fourniture de services autres que d'audit.

En droit français toujours, depuis l'entrée en vigueur de la loi dite de sécurité financière, le montant des honoraires versés à chacun des commissaires aux comptes doit être mis à la disposition des actionnaires et le commissaire aux comptes, en vue de sa désignation,

¹¹⁸ Article 25 de la directive de la commission européenne.

¹¹⁹ Article 120 du décret du 12 août 1969).

¹²⁰ Article 17 du code de la déontologie de la profession du commissaire aux comptes.

et doit informer la société du montant global des honoraires perçus par le réseau pour des prestations non directement liées à la mission du commissaire aux comptes fournis par le réseau à la société mère ou à une filiale de l'entité contrôlée¹²¹.

En droit marocain, le régime prévu est très cohérent. Il est libéral dans la mesure qu'il adopte une totale liberté dans la négociation des honoraires. Ces derniers sont fixés d'un commun accord entre le commissaire aux comptes et l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, au vu d'un programme de diligences estimées nécessaires¹²².

Paragraphe 2 : Le renforcement de ce principe.

Cet objectif affiché de la loi sécurité financière, a conduit les pouvoirs publics à améliorer l'indépendance des contrôleurs puisque cette dernière avait été si gravement mise en cause aux Etats-Unis qu'elle avait donné lieu à des dispositions spectaculaires dans la loi Sarbanes-Oxley. Cela a été traduit par l'élaboration d'un code de déontologie (A) et la mise en place d'un Haut conseil du commissariat aux comptes dégagé d'une logique corporatiste qui traduit encore une fois la volonté du législateur français non pas de réaliser, mais aussi de promouvoir l'indépendance de l'auditeur (B).

A) La création d'une Commission de déontologie.

En France, le code de déontologie de la profession des commissaires aux comptes est arrivé en annexe d'un court décret du 16 novembre 2005¹²³. Ce texte s'est pourtant beaucoup fait attendre, il avait été annoncé par la loi « NRE », n°2001-420, du 15 mai 2001, qui avait inséré à cette fin dans le code de commerce un article L.820-3 prévoyant l'approbation « d'un Code de déontologie de la profession » par décret, la loi de sécurité financière, n°2003-706, du 1^{er} août 2003 avait transporté ces dispositions à l'actuel article L. 822-16, en les complétant de l'exigence d'un avis du Haut conseil du commissariat aux comptes et de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Le cheminement d'élaboration de normes déontologiques en France a aussi été long : le texte actuel avait été précédé, en 1988, par un premier « Code d'éthique », auquel avait

¹²¹ Article L. 820-3 du code de commerce français.

¹²² Article 6 de la circulaire n° 03/01 relative au commissariat aux comptes.

¹²³ D. n°2005-1412 nov. 2005 : JO, 17 nov. 2005 ; Bull Joly sociétés, 2006, p. 115

succédé « un Code de déontologie », adopté par le conseil national le 9 septembre 1998, mais jamais homologué, puis la création d'un « Comité de déontologie de l'indépendance » issu d'un accord passé le 2 février 1999 par la Compagnie nationale des commissaires aux comptes et la Commission des opérations de bourse. Ce comité, présidé par M. Le Portz, avait émis une soixantaine d'avis sur la question centrale de l'indépendance des commissaires aux comptes et, au dernier trimestre 2003, un rapport unique car la loi de sécurité financière (LSF) du 1^{er} août 2003 avait mis fin à ses travaux, en confiant au Haut conseil le soin de veiller au respect de la déontologie et de l'indépendance des commissaires aux comptes.

En application de l'article L. 822-16 créé par la loi de sécurité financière, la compagnie nationale avait alors repris son travail et élaboré un avant-projet de code de déontologie, soumis pour avis à l'Autorité des marchés financiers (AMF), à la commission bancaire, à la commission de contrôle des assurances et au Haut conseil, qui s'étaient prononcés en novembre et décembre 2004 une version « amendé » du code de déontologie, en particulier afin que soit respectée la lettre des dispositions de l'article L. 822-11, également introduit en 2003 dans le code de commerce.

Le code de déontologie des commissaires aux comptes fait de ce comportement indépendant un principe fondamental de la profession, outre les règles d'incompatibilités qu'on a traité de manière détaillée auparavant, il définit dans son article 4, l'indépendance comme se manifestant « *non seulement par une attitude d'esprit qui s'exprime dans l'intégrité, l'objectivité, la compétence, mais aussi par le fait d'éviter toute situation qui par son apparence pourrait conduire les tiers à la remettre en cause* », il ne fait pas de doute que la recherche d'indépendance est un objectif qu s'adosse à des moyens tels que l'intégrité, l'honnêteté, la compétence, l'impartialité, l'éthique, à ce titre, dont soulignent certains auteurs, la transparence dont l'omniprésence est voulue par la loi n'est pas une notion d'esthétique mais d'éthique ¹²⁴.

Une autre définition a été donnée par Alain Viandier « *l'indépendance est plus que la liberté, c'est-à-dire l'indépendance morale, c'est aussi l'indépendance matérielle, juridique,*

¹²⁴ COURET Alain, TUDEI Michel, « *Le nouveau contrôle légal des comptes* », journées d'études Dalloz, le droit des sociétés pour 2004, des lois initiatives économiques et sécurité financière aux réformes annoncées, p. 270.

économique et technique. A résumer d'une phrase, l'indépendance est la liberté d'esprit face aux contraintes extérieures de quelque nature qu'elle soit¹²⁵ ».

Ainsi, c'est à travers l'institution et les fonctions du Haut conseil que le principe d'indépendance du commissaire aux comptes prend une toute nouvelle dimension.

B) Le Haut conseil du commissariat aux comptes.

Considérée comme mesure phare, c'est de la loi française de sécurité financière qu'a élaboré cet organisme. Il supervise la profession des commissaires aux comptes, son devoir est d'examiner et de coordonner le contrôle légal¹²⁶. Nous examinerons successivement le statut et missions du Haut conseil (1), et le positionnement de ce dernier dans l'architecture de la profession (2).

1- Statut et missions du Haut conseil.

Initialement désigné par les pouvoirs publics comme « conseil supérieur », cet organe s'appelle désormais « Haut conseil » pour tenir compte des réserves formulées par la profession. Le Haut conseil est dépourvu de personnalité morale et ne dispose pas d'un budget propre¹²⁷, le législateur français répondant ainsi aux vœux de la profession. Il ne constitue pas une autorité administrative indépendante¹²⁸. Les commissaires aux comptes ne sont pas en majorité dans cette instance qui comprend, nommés par décret pour six ans renouvelables :

- Trois magistrats dont un membre de la cour de cassation, le président, un magistrat de la cour des comptes et un second magistrat de l'ordre judiciaire.

- Le président de l'autorité des marchés financiers ou son représentant.

- Un représentant du ministre chargé de l'économie.

¹²⁵ COURET Alain, « *Transparence, indépendance des opinions et chaîne de sécurité de l'information* », *Mélanges à l'honneur de Dominique Schmidt*, éditions Joly, p. 168.

¹²⁶ VIANDIER A., et. LAUZAINGHEIN Ch., « *Droit comptable* », Dalloz, 2003, p. 51.

¹²⁷ Article L. 821-5 du code de commerce : « *Les crédits nécessaires au fonctionnement du Haut conseil sont inscrits au budget du ministère de la justice* ». La précision apportée par cet article relevait sans doute plus du niveau réglementaire que du niveau législatif (Rapport Houillon, n°772, p. 48.

¹²⁸ Rapport HUIILLON, préc, n°772, p. 48.

- Un professeur des universités spécialisé en matière juridique, économique ou financière.

-Trois personnes qualifiées dans les matières économiques et financières.

-Trois commissaires aux comptes dont deux ayant une expérience de contrôle de comptes et des personnes faisant appel public à l'épargne ou à la générosité publique.

-Un commissaire de gouvernement est désigné par la Garde des sceaux¹²⁹. il siège avec voix consultative. S'agissant d'une question disciplinaire, le commissaire du gouvernement n'assiste pas aux délibérations, le texte manifestant la préoccupation de sauvegarder sans contestation possible les droits de la défense.

Les missions du Haut conseil sont assez clairement définies¹³⁰, cette nouvelle instance est notamment chargée d'assurer la surveillance de la profession en liaison avec la compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC)¹³¹, de veiller au respect de la déontologie et de l'indépendance des commissaires. A la manière un peu de son homologue américain, le « Public Company Accounting Oversight Board » (PCAOB), il est chargé d'identifier et de promouvoir les bonnes pratiques professionnelles, d'émettre un avis sur les normes d'exercice professionnel élaborées par la compagnie nationale des commissaires aux comptes avant leur homologation, d'assurer, comme instance d'appel des décisions des commissions régionales d'inscription, l'inscription des commissaires aux comptes, de définir les orientations et le cadre des contrôles périodiques par les professionnels¹³², d'en superviser la mise en œuvre et le suivi, d'assurer comme instance d'appel des décisions prises par les chambres régionales de discipline, la discipline des commissaires aux comptes.

¹²⁹ Article L, 821-4 du code de commerce.

¹³⁰ Article 100 de la loi de sécurité financière.

¹³¹ Article 821 -1 du code de commerce.

¹³² Article 821-7 du code de commerce.

La mission du Haut commissariat, son statut de « tiers impartial » permettent de ranger cette nouvelle autorité parmi les mécanismes de « régulation semi-externe », extérieure à l'entreprise mais interne à la profession elle-même¹³³.

2- Le positionnement du Haut conseil dans l'architecture de la profession.

Les travaux préparatoires de la loi sécurité financière n'ont pas manqué de mettre l'accent sur les interrogations que suscite la position de ce Haut conseil. Trois types d'interrogations ont été formulés :

Une interrogation d'abord sur les moyens dont disposera l'institution. Si le haut conseil se voit allouer par le ministère de la justice un budget pas trop limité, ses missions ne pourront être accomplies qu'avec un concours très actif de la compagnie nationale, une telle dépendance d'ordre économique n'est-elle pas susceptible d'avoir une incidence sur le rôle même joué par l'institution ? Seule l'expérience comme souligne un auteur validera la pertinence de ce type d'interrogation.

Une deuxième interrogation concerne les rôles respectifs du Haut conseil et de la compagnie nationale. Une question délicate soulevée par le sénateur Marini et par divers observateurs sera la question de savoir si la dualité Haut conseil/CNCC pourra fonctionner de manière harmonieuse dans la durée, « *le risque de recouvrement et de concurrence entre les deux organismes ne peut pas a priori être écarté* », écrivent deux auteurs.

À lire les travaux préparatoires, la compagnie nationale devrait être plus dans un état de subordination que dans un état de concurrence à l'égard du haut conseil. Le deuxième alinéa de l'article L. 821-6 du code du commerce dispose que la compagnie nationale « concourt au bon exercice de la profession, à sa surveillance ainsi qu'à la défense de l'honneur et de l'indépendance de ses membres ». De même, l'article L. 821-1 dispose que le haut conseil de commissariat aux comptes a pour mission d'assurer la surveillance de la profession avec le « concours » de la compagnie nationale des commissaires aux comptes, le verbe « *concourir* » suggère la subordination¹³⁴.

¹³³ FRISON ROCHE (M.A), « *Les leçons d'Enron, Capitalisme, la déchirure, autrement frontière* », 2003, p. 52.

¹³⁴ Rapport MARINI, sénat, n°206, T, I, p. 476.

Mais les choses paraissent moins évidentes à la lecture d'autres dispositions et notamment celle concernant l'identification et la promotion de bonnes pratiques professionnelles.

L'identification devrait logiquement être réalisée dans le cadre de la mission de surveillance du Haut conseil qui sera susceptible de relever des pratiques dignes de généralisation. La promotion s'opérera par la validation de ces mêmes pratiques érigées en normes professionnelles par la compagnie nationale après avis du Haut conseil.

On voit là que le rôle essentiel pour la promotion des normes professionnelles demeurera à la compagnie nationale. Quelle sera la portée des « avis » du Haut conseil ? L'avis est un avis simple. En pratique, cela signifie que le respect de ces avis sera le test de l'autorité morale qui sera reconnu au Haut conseil. En réalité, il faut sans doute dépasser une approche pas trop conflictuelle des relations à venir entre Compagnie nationale et Haut conseil et constater l'essentiel. Le Haut conseil du commissariat aux comptes est un dispositif particulier placé auprès du ministère de la justice et qui va donner toute la force en termes de droit à la profession par le biais :

- Des avis sur les normes professionnelles et leur homologation,
- De l'identification et la promotion des bonnes pratiques ;
- De la surveillance de la profession.

Il ne s'agit pas d'une relation de subordination mais plus une « visibilité juridique » de la mission du commissaire aux comptes qui est institutionnalisée, avec une assurance de réduction des risques de conflit d'intérêts des acteurs. Comme l'a fort bien relevé un auteur « *l'existence d'une autorité de régulation qui les contrôlera aura pour premier effet de les renforcer à l'égard du dirigeant* ». À travers l'office de surveillance et la sanction des violations par les commissaires aux comptes des règles déontologiques, c'est l'assurance de

leur indépendance qui sera sans doute la première mission de cette autorité de régulation à venir¹³⁵ ».

De surcroît, et comme on l'aït déjà signalé, l'indépendance n'est pas absente, en substance, des autres missions du Haut conseil qu'il s'agisse d'assurer la surveillance de la profession, d'identifier et de promouvoir les bonnes pratiques professionnelles, d'émettre un avis sur les normes d'exercice professionnel, d'intervenir dans les contrôles périodiques auprès des commissaires ou mêmes, au stade de l'inscription ou de la discipline.

L'intérêt que les pouvoirs publics portent à l'exercice par le Haut conseil de sa mission est révélé par la promptitude de l'adoption du décret d'application de la loi de sécurité financière qui lui est relatif : décret n°2003-1121 du 25 novembre 2003 portant modification du décret n°69-810 du 12 août 1969 relatif à l'organisation de la profession et au statut professionnel des commissaires aux comptes des sociétés et relatif au Haut conseil du commissariat aux comptes.

Du point de vue de l'indépendance du commissaire aux comptes, on peut mettre l'accent sur l'article 1^{er} -5 qui définit les conditions de sa saisine. Ce texte comporte une modalité de saisine principale et une autre complémentaire. À titre principal (art 1^{er} -5 al 2) sous réserve des règles particulières relatives à l'inscription et la discipline, le Haut conseil peut être saisi de toutes questions entrant dans ses compétences définies à l'article 821-1 du code de commerce par le Garde des sceaux, ministre de la justice, le ministre chargé de l'économie, le président de la compagnie nationale des commissaires aux comptes ou l'autorités des marchés financiers, il peut également se saisir d'office des mêmes questions.

Mais le plus remarquable réside dans la modalité complémentaire de saisine (article 1^{er} -5 al 2), en effet, le Haut conseil, peut également être saisi des questions mentionnées au 2ème, 3ème et 5ème alinéa de l'article L. 821-1 par les présidents des compagnies régionales des commissaires aux comptes ou par tout commissaire aux comptes.

C'est donc, tout commissaire aux comptes, qui pourra du point du vue de la surveillance de la profession, de la déontologie, de l'indépendance et de l'identification de

¹³⁵ *FRISON ROCHE (M.A.), « Autorité de régulation et organisation du commissariat aux comptes », Les échos, 8 et 9 novembre, 2002. p. 42.*

bonnes pratiques professionnelles, saisir directement le Haut conseil. Ce dernier, en prise directe avec la pratique du commissariat, devient donc un véritable régulateur de l'indépendance des commissaires aux comptes.

Enfin, une troisième interrogation d'ordre plus conceptuel concerne la nature même de la régulation opérée. On relèvera que si le Haut conseil à désormais un rôle décisif dans l'identification et la promotion des bonnes pratiques, il n'a pas le dernier mot, pas plus d'ailleurs que la compagnie nationale puisque les normes d'exercices professionnels doivent désormais être homologuées par arrêté des gardes des sceaux¹³⁶.

Cette procédure d'homologation publique des normes comptables marque une évidence différence entre le système français et le système américain ou britannique. Peut-on dire dès lors que qu'il y aura une autorité de régulation de la profession et que cette autorité sera le haut conseil ? Le moins que l'on puisse dire est que l'on se situe dans une logique de régulation partagée qui au demeurant n'était pas absente précédemment « l'objectif du présent projet est d'organiser la transition d'un système autorégulé vers un dispositif de régulation partagée » écrivait ainsi M. Goulard »¹³⁷.

D'autres auteurs considèrent que la création du Haut conseil du commissariat aux comptes « se situe à la jonction de la réglementation et de l'autorégulation des professions comptables. Il faudra pour fixer le curseur entre réglementation et autorégulation, savoir faire preuve de pragmatisme¹³⁸ ». Sans doute et comme le souligne M. Couret les plus pessimistes pourront se demander non sans quelque raison si l'homologation n'anéantit pas l'idée même de régulation. Les plus optimistes se plairont à considérer avec M. Philippe Houillon que « dans le processus d'homologation des normes d'exercices professionnels, le Haut conseil prêtera une main secourable à la main invisible qui transforme la somme des intérêts particuliers en intérêts des marchés¹³⁹. Formule élégante qui ne préjuge pas du fond.

Cette question de l'élaboration des normes, peu importante qu'elle soit, ne doit pas occulter l'importance d'autres missions assumées par le Haut conseil et notamment le pouvoir

¹³⁶ Art 821-1 du code de commerce.

¹³⁷ Rapport GOULARD, n°807, t i, Ass.nat., p. 350

¹³⁸ DE BOISSIEU (C.). LORENZI (J-H.), cahier n°2 du cercle des économistes, mai 2003, « Le gouvernement d'entreprise n'est pas du seul ressort du conseil d'administration », p. 27.

¹³⁹ Rapport Assemblée nationale, n°772, p. 45

d'appréciation reconnue à cet organe pour apprécier la séparation entre les missions du contrôle légal des comptes et les missions du conseil.

L'indépendance des commissaires aux comptes, comme le souligne D. Vidal est un peu le *leitmotiv*, « le fil conducteur », ou « le fil rouge » des interventions du Haut conseil, en tout cas, il est la principale raison d'être de l'institution du Haut conseil, et de ce point de vue, outre la précipitation, certes, légitimes avec laquelle les pouvoirs publics ont mis le Haut conseil au travail que, lorsque l'on demande à monsieur le Garde des sceaux¹⁴⁰ « quelle est la première tâche à laquelle le Haut conseil devra s'atteler », le ministre répond qu'il va « devoir travailler sur la mise en œuvre très précise de la séparation de l'audit et du conseil », cela touche au domaine implicite, dans la loi de sécurité financière, de la promotion du principe d'indépendance dans le contexte des réseaux.

En conclusion, on peut déduire que la loi sur la sécurité financière du 1^{er} août 2003 « marquera l'histoire de la profession des commissaires aux comptes¹⁴¹ ». Ainsi, elle a étendu les missions traditionnelles des commissaires aux comptes. Extension à de nouvelles entreprises, notamment les entreprises du secteur public et extension de leur présence aux organes qui examinent ou arrêtent les comptes (conseil d'administration ou directoire), extension, enfin de leurs missions avec notamment le rapport sur le rapport établi par le président du conseil d'administration et concernant les procédures de contrôle interne. Cette multiplication de la présence des commissaires aux comptes s'inscrit dans la perspective d'une plus grande transparence de la vie des entreprises.

Par ailleurs, bien que la profession n'ait pas souffert en France de la suspicion qui l'a frappée outre-Atlantique, le législateur s'est préoccupé de compléter l'autorégulation comme on l'a vu précédemment par le Haut conseil du commissariat aux comptes qui est notamment chargé d'assurer la surveillance de la profession en liaison avec la Compagnie nationale des commissaires aux comptes et de promouvoir des règles de bonne pratique professionnelle¹⁴². Ainsi, tout en maintenant son caractère de profession libérale, la réforme entend charger la profession des commissaires aux comptes d'une mission d'intérêt public.

¹⁴⁰ *La tribune*, 11 décembre 2003.

¹⁴¹ COURET Alain, TUDEL Michel, « *Le nouveau contrôle légal des comptes* », *Recueil Dalloz*, 2003, n° 33, p.2292.

¹⁴² PORACCHIA Didier, « *La loi de sécurité financière et la réforme du commissariat aux comptes* », *Droit et patrimoine*, n°122, janv.2004, p. 62 et s.

Enfin, pour prévenir les conflits d'intérêts la loi donne une large place aux mesures destinées à renforcer l'indépendance des commissaires aux comptes dont nous avons traité à propos du respect des incompatibilités. Au total, même si les nouvelles dispositions n'ont pas bouleversé la profession, elles s'inscrivent « dans une normalisation internationale en offrant aux investisseurs des garanties accrues quant à la crédibilité des comptes¹⁴³ » et elles tendent à concilier de manière intéressante la nécessaire indépendance de la profession avec un encadrement non moins nécessaire par l'Etat, représentant de l'intérêt général. En définitive, « la loi de sécurité financière apparaît comme un bon exemple de collaboration intelligente entre la profession de l'audit et les pouvoirs publics¹⁴⁴ ».

Section 3

Les règles de gestion au sein des OPCVM.

Que la gestion est assurée par l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières lui-même ou par un autre établissement, dans le cadre de la délégation partielle de gestion, et en vue de préserver la confiance des épargnants et des investisseurs, qui est l'une des conditions indispensables au développement harmonieux du marché financier, diverses règles et notamment des règles déontologiques et de bonne conduite qui reposent essentiellement sur les principes d'éthique, de neutralité, de loyauté, de diligence et de discrétion, doivent être observées par l'ensemble des opérateurs, notamment les gestionnaires d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières afin de prévenir tout conflit d'intérêts.

On cite à cet égard le respect des principes déontologiques, (Paragraphe 1), et leur indépendance à l'égard des autres acteurs qui interviennent dans la gestion collective de l'épargne, (Paragraphe 2).

¹⁴³ ¹⁴³ COURET Alain, TUDEL Michel, « *Le nouveau contrôle légal des comptes* », *op. cit.*

¹⁴⁴ *Ibid.*

Paragraphe 1 : Respect des principes déontologiques.

L'affirmation des principes déontologiques fermes et clairs s'est révélée très tôt particulièrement utile, car l'indépendance des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières par rapport aux institutions financières (banques, compagnies d'assurance) qui les ont créés a pu paraître le point faible de la gestion collective dans certaines circonstances.

En collaboration avec les professionnels de la place, le Conseil déontologique des valeurs mobilières, voit indispensable pour l'activité des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, l'élaboration des règles de la déontologie.

L'objectif étant d'assainir l'activité de la gestion collective qui continue malgré tout, à soulever certaines réserves.

Rappelons que la situation de la majorité des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, étant celle de l'exercice des fonctions de promoteurs, conservateur, gestionnaire et parfois intermédiaire à l'intérieur d'organismes à capacité multiples, par conséquent, il arrive que des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières ne soient que des « coquilles vides ». La réalité de la gestion est assurée de fait par le dépositaire des actifs.

C'est ainsi que l'intérêt des porteurs des parts¹⁴⁵ ou actionnaires de la société d'investissement à capital variable semblait être négligé lorsqu'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières était utilisé pour placer auprès du public une émission reçue sans enthousiasme¹⁴⁶ ou pour appuyer une stratégie lors d'une offre publique d'achat¹⁴⁷ ou d'échange¹⁴⁸.

¹⁴⁵ *BUSSIÈRE Fabrice « De l'intérêt des porteurs dans la gestion collective pour le compte de tiers », In Mèl, D. Schmidt, Joly, éditions, 2005, p. 109.*

¹⁴⁶ *JALADE, « Règles de conduite et déontologie des gérants des SICAV et fonds commun de placement », petites affiches, 26 octobre, 1988, p. 12.*

¹⁴⁷ *OPA : L'offre public d'achat « est la procédure consistant pour une personne (physique ou morale) dénommée l'initiateur de faire connaître publiquement qu'elle se propose d'acquérir contre rémunération en numéraire les titres donnant accès au capital social ou aux droits de vote d'une société dont les titres sont inscrites à la cote ». (Article 3 du dahir n° 1.04.21 du 21 avril 2004 de la loi n°26-03 relatif aux offres publique sur le marché financier.*

¹⁴⁸ *OPE : L'offre public d'échange est « la procédure qui permet à une personne physique ou morale, dénommée l'initiateur, de faire connaître publiquement qu'elle se propose d'acquérir par échanges des titres donnant accès au capital social ou aux droits de vote d'une société dont les titres sont inscrites à la cote ».*

Pour éviter ces abus, l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, le dépositaire et tout établissement délégataire de gestion d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, doivent agir au bénéfice exclusif des souscripteurs. Elles doivent présenter des garanties suffisantes en ce qui concerne leur organisation, leurs moyens techniques et financiers, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants. Elles doivent prendre les dispositions propres à assurer la sécurité des opérations.

Sans entrer dans le débat, au demeurant fort intéressant, sur le sens et la dimension métaphysique du terme déontologie, et ses liens avec la morale, ou l'éthique, contentons-nous de définir la déontologie comme étant l'ensemble « des règles de conduite qui gouvernent l'activité des prestataires¹⁴⁹ » ou encore « l'ensemble des devoirs inhérents à l'exercice d'une activité professionnelle libérale et le plus souvent définis par un ordre professionnel¹⁵⁰ ».

Ces définitions mettent en exergue le caractère privé de la déontologie, en ce sens que contrairement à la loi, la sanction n'est pas du ressort, en principe, de l'autorité publique.

Certains auteurs vont même jusqu'à considérer que l'ordre déontologique est supérieur, indépendant et plus contraignant que l'ordre juridique¹⁵¹.

Il ne faut pas en conclure que la déontologie n'entretient aucun rapport avec l'ordre juridique. Elle en est à la fois l'inspirateur, le législateur essaie de traduire en normes certains principes et valeurs, et le complément, la déontologie adaptera les normes juridiques à l'activité et ses objectifs.

La déontologie aurait donc pour point de départ l'observation et l'analyse des devoirs qui s'imposent dans l'exercice d'une activité professionnelle. C'est en effet entre la législation et la morale que se situe la déontologie. En effet, elle est moins impérative que la législation mais socialement, elle est plus efficace que la morale, car susceptible de sanctions au niveau

Article 4 du Dahir n° 1.04.21 du 21 avril 2004 de la loi n°26-03 relatif aux offres publiques sur le marché financier.

¹⁴⁹ PEZARD, (A), « Déontologie boursière », *Juris – Classeur Banque – Crédit – Bourse, Fasc. 1590, p. 3.*

¹⁵⁰ CORNU, (G) « Vocabulaire juridique », *op.cit.*

¹⁵¹ PEZARD (A), « Ethique et Finance », *petites affiches, 15 novembre 1995, n°137, p. 23*

professionnel mais aussi juridique. Cette sanction qui donne encore plus de valeur à la règle déontologique.

Pour illustrer cette interférence de la déontologie et du droit positif, citons le cas français où l'article 58 de la loi MAF (modernisation des activités financières n° 96-597 du 2 juillet, transposant la directive européenne sur les services d'investissements, au sein du chapitre consacré aux obligations des prestataires de services d'investissement, une section relative aux règles de bonne conduite. Ces règles demeurent inscrites à l'article L-533-4 du code monétaire et financier aux termes duquel les autorités de contrôle obligent notamment les prestataires de services d'investissement et les membres du marché réglementés à suivre un certain nombre de règles que nous développerons ci-après :

1°Se comporter avec loyauté et agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché ;

2°Exercer leur activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent aux mieux des intérêts de leurs clients et des marchés,

3°Etre dotée des ressources et des procédures nécessaires pour mener à bien leurs activités et mettre en œuvre ces ressources et procédures avec un souci d'efficacité ;

4°S'enquérir de la situation financière de leurs clients, de leur expérience en matière d'investissement et de leurs objectifs en ce qui concerne les services demandés ;

5°Communiquer, d'une manière appropriée, les informations utiles dans le cadre des négociations avec leurs clients ;

6°S'efforcer d'éviter les conflits d'intérêts et lorsque ces derniers ne peuvent être évités, veiller à ce que leurs clients soient traités équitablement.

7°Se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de leurs activités de manière à promouvoir au mieux les intérêts de leurs clients et l'intégrité du marché.

La législation boursière marocaine ne contient pas pour l'instant de disposition semblable. Néanmoins, le Conseil déontologique des valeurs mobilières, dans le cadre de sa mission de protection de l'épargne investie (conformément aux dispositions de l'article premier du dahir n°1.93.213 qui lui est relatif), et conscient du rôle et de l'importance de la déontologie boursière, a publié dès 1996, cinq circulaires fixant les règles déontologiques minimales applicables au personnel et membres des conseils d'administration des acteurs du marché, sociétés de bourse de valeurs de Casablanca, sociétés de bourse, Organismes de

placement collectif en valeurs mobilières et sociétés cotées, en donnant l'exemple par lui-même.

Ainsi, une nouvelle version de ce code, a été validé par le Conseil déontologique des valeurs mobilières le 27 décembre 2001, suite au développement important qu'a connu le marché de la gestion collective depuis 1995, et qui rend indispensable une nouvelle définition des règles déontologiques¹⁵².

Ces circulaires imposent, pour la plupart, les mêmes devoirs et obligations. Mais il est regrettable qu'elles ne visent que les personnes physiques et non les entités elle mêmes. Cette nouvelle circulaire vise à renforcer la protection de l'épargne investie en Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, tout en exposant les principes déontologiques de gestion que doivent respecter les gestionnaires.

Ces principes sont traduits en pratiques concrètes, couvrant notamment les opérations pour compte propre des gestionnaires et des gérants, ainsi que la gestion pour le compte d'organismes liés aux gestionnaires.

L'ensemble de ces principes repris sous l'intitulé « règles de bonnes conduites », vise notamment à éviter l'apparition de conflits d'intérêts entre le gestionnaire ou les membres de son personnel et ses dirigeants d'une part, et les souscripteurs d'autre part.

La circulaire rappelle par ailleurs la compétence exclusive du Conseil déontologique des valeurs mobilières en matière d'établissement de ces règles.

Par conséquent, elle lui donne expressément compétence pour prononcer des sanctions disciplinaires à l'encontre du gestionnaire des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières qui ne respecte pas les dispositions contenues dans le code.

En tout état de cause, les différentes obligations déontologiques, qu'elles soient mises à la charge des personnes morales (en France notamment) ou des personnes physiques (en

¹⁵² *Circulaire n° 13 /01 relative aux règles de bonne conduite applicable aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, qui abroge et remplace la circulaire n°04 /96 ci-dessous.*

France et au Maroc), visent le même objectif de transparence et de sécurité des marchés financiers en vue de protéger l'épargne qui y est investie.

Il n'est dès lors pas étonnant que la plupart de ces obligations trouvent un fondement légal ou réglementaire, mais elles vont revêtir toute leur signification à travers leur formulation déontologique.

Paragraphe 2 : Le principe de séparation des fonctions des acteurs au sein d'OPCVM.

La gestion d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières s'exerce dans des cadres juridiques et organisationnels très divers. Elle peut être assurée par un établissement ou un groupe cumulant les fonctions de conservateur, de dépositaire et de distributeur d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Une telle situation peut engendrer des conflits d'intérêts susceptibles de générer un préjudice aux porteurs de parts et actionnaires.

À ce titre, le gestionnaire délégué de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et le dépositaire des actifs doivent agir de façon indépendante.

En effet, ce principe resterait sans importance si le rôle de chacun des acteurs de la gestion collective du portefeuille n'était pas suffisamment clarifié.

Ainsi, l'autorité de tutelle en droit marocain, le Conseil déontologique des valeurs mobilières a-t-il récemment adopté une instruction, précisant les missions et les moyens des établissements dépositaires, après avoir constaté lors de ses enquêtes que les attributions et responsabilités de ces derniers étaient mal connues et que les tâches de contrôle de la régularité des opérations des gestionnaires n'étaient pas exercées dans de bonnes conditions.

Aussi des situations de conflits d'intérêts ont été constatées au sein des gestionnaires et dépositaires ainsi que des cas de cumul de fonctions de gestion pour le compte propre du dépositaire et pour le compte de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. À titre d'exemple, on peut évoquer le cumul des fonctions de président du conseil

d'administration d'une société d'investissement à capital variable ou l'établissement de gestion d'un fonds commun de placement avec celles du responsable des marchés au sein du dépositaire.

En droit français, Il n'existe aucune prescription générale dans les textes législatifs. Par conséquent, il revient dans cette hypothèse à la société de gestion de mettre en œuvre les moyens propres à éviter ou réduire les risques de survenances de conflits. C'est elle qui est chargée sous sa responsabilité d'éviter la survenance de situations de conflits.

Par ailleurs, la société de gestion ainsi que le dépositaire doivent agir dans l'intérêt exclusif des investisseurs. L'intérêt des porteurs doit primer tout autre intérêt comme l'intérêt propre du gestionnaire mais également des associés et des salariés.

C'est afin d'assurer une action dans l'intérêt exclusif des porteurs de fonds qu'il faut une reconnaissance formelle de l'autonomie de la gestion. Par conséquent, différents textes consacrent le principe de séparation de fonctions selon lequel « l'indépendance de l'activité de gestion pour compte de tiers doit être assurée par rapport aux autres fonctions exercées ». La société de gestion et le dépositaire doivent agir de manière indépendante dans l'intérêt exclusif des investisseurs.

Ce principe de nature déontologique a une valeur législative, le législateur ayant reconnu la nécessité de prévenir les conflits d'intérêts en assurant une application plus efficace de ce principe. De telle sorte que le non-respect de ce principe entraînera l'application de sanctions qui résultent de l'inobservation d'une disposition légale.

L'indépendance des fonctions permet donc d'éviter que ces professionnels en charge d'activités sensibles se trouvent dans une position conflictuelle entre les intérêts de leurs clients et leurs propres intérêts.

Le principe de séparation des fonctions permet l'exercice de l'activité de gestion de façon autonome, en toute indépendance et transparence et fait obstacle à la circulation d'informations privilégiées entre les différents métiers au sein de la société de gestion. Si des informations privilégiées sont néanmoins portées à la connaissance du gérant de portefeuille

celui-ci est tenu de s'abstenir de toute initiative qui aurait pour objectif de privilégier ses intérêts propres au détriment de ses clients¹⁵³.

Le principe de séparation de fonctions est l'expression du concept anglo-saxon de « Chinese wall ». Cette muraille de Chine ou séparation est toute d'abord mise en œuvre sur le plan juridique. Cette séparation est obligatoire et traduit l'autonomie des entités mais qui pour constituer une véritable muraille de Chine¹⁵⁴ doit être assortie d'une situation d'autonomie effective.

Les fonctions de gestion et de dépôt doivent être distinctes¹⁵⁵. Les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont donc gérés par une société de gestion et leur contrôle est confié à un dépositaire. Mais la fonction de gestion doit également être distincte des autres fonctions et notamment de la gestion pour compte propre de la société de gestion¹⁵⁶. Il faut donc séparer les activités pour compte propre de celles qui sont exercées pour le compte de tiers. Ainsi la société de gestion ne peut investir l'actif du fonds qu'elle gère dans ses propres actions. D'ailleurs, il est interdit au gérant de portefeuille d'acquérir pour le compte d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières des actions non cotées des filiales de la société de gestion ou du groupe promoteur.

Afin de séparer les activités de gestion pour compte de tiers et celles pour compte propre, un règlement intérieur qui définit les opérations pour compte propre est établi par la société de gestion¹⁵⁷. En outre, il est prévu que le dépositaire doit lui aussi séparer les instruments détenus pour compte propre et pour compte de tiers afin d'éviter tout conflit d'intérêts. Par ailleurs, un gérant d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ne doit jamais se voir confier la gestion du portefeuille propre de l'établissement promoteur ou dépositaire¹⁵⁸.

Afin d'éviter tout conflit d'intérêts, la société de gestion ou ses personnes ne peuvent pas exercer des fonctions de dirigeants (administrateur, membre du directoire ou du conseil de

¹⁵³ Article L. 533-11 du Code monétaire et financier.

¹⁵⁴ MANIN (F), « Les investisseurs institutionnels », thèse Paris, 1996, p. 207.

¹⁵⁵ Article L. 214-3 du Code monétaire et financier et notamment L. 214-16 pour les SICAV et L. 214-26 pour les fonds communs de placement

¹⁵⁶ Article 322-47 al 2 du règlement de l'AMF.

¹⁵⁷ Article 322-21 du règlement AMF.

¹⁵⁸ Article 322-48 du règlement AMF, art. 4 du règlement de déontologie des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

surveillance) de la société émettrice des titres détenus par l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. De même, les dirigeants doivent dans l'exercice de leurs activités de gestion conserver une autonomie suffisante de décision. En outre, le choix des investissements ne doit pas dépendre des liens ou d'accords existants entre les intermédiaires et la société de gestion¹⁵⁹.

Plus encore, la mise en œuvre des murailles de chine ne saurait se résumer à une simple séparation juridique des activités en conflits. Les procédures de « murailles de Chine » prévoient l'organisation matérielle conduisant à la séparation des différentes activités susceptibles de générer des conflits d'intérêts. Il y a donc filialisation des activités de la gestion collective pour marquer la séparation avec les autres activités et afin d'éviter la circulation indue d'informations confidentielles pouvant influencer sur le marché des titres.

La filialisation se décline de la façon suivante : les activités séparées par les murailles de chine ont un local et un matériel distinct, l'accès aux locaux est restreint et contrôlé par un système de badges individuels, la documentation et les dossiers sont classés dans des armoires distinctes. Il peut toutefois y avoir franchissement de la muraille de chine sur autorisation du déontologue.

L'indépendance se traduit également par une séparation hiérarchique et décisionnelle des activités. Ainsi, a-t-il été jugé qu'il y a absence d'indépendance résultant de l'insertion d'une clause permettant au propriétaire d'une banque de déterminer à l'avance les modalités de vente des titres gérés par sa filiale sans prendre en compte l'intérêt de ses souscripteurs dont la filiale doit demeurer le garant en restant maître de la décision finale de cession.

De ce fait, et pour pouvoir éviter toute confusion des structures au sein d'un même organisme, les intervenants doivent prendre les mesures nécessaires, en particulier dans leur organisation interne, pour garantir dans le cadre des opérations générales définies, l'autonomie des décisions des personnes qui assurent la gestion collective.

¹⁵⁹ *Article 322-36 du règlement AMF.*

Chapitre II

La participation d'autres intervenants au contrôle du respect de la réglementation au sein des OPCVM.

À l'heure de l'ouverture internationale et de la mondialisation des marchés, le poids de la pression concurrentielle qui s'exerce sur les sociétés, tous secteurs confondus, s'accroît de façon très aiguë au niveau des structures qui interviennent sur les marchés financiers.

L'efficacité, la productivité et la transparence sont de nos jours les maîtres mots dans les milieux financiers. Tous les opérateurs se trouvent donc, dans l'obligation de mettre en oeuvre des règles plus pertinentes et plus rigoureuses pour gagner cette bataille.

Les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières à leur tour ne peuvent donc pas prétendre se soustraire aux effets de ce mouvement de transparence, puisqu'ils appartiennent à un secteur où la concurrence est très intense. Ils sont confrontés à la nécessité de mettre en place des dispositifs en mesure de les amener à s'adapter à l'évolution de leur environnement, caractérisés par la disparition progressive des barrières conjoncturelles.

Dans cet environnement marqué par une diversification et une sophistication sans cesse croissante de l'activité de gestion collective, concomitante avec des tentatives de démocratisation de l'épargne collectée auprès des épargnants, la mise en place d'un contrôle interne s'avère nécessaire. Il va de pair avec la désignation au sein de ces organismes d'une personne qui en est responsable.

La fonction du contrôleur interne est une tâche très récente dans l'environnement sociétaire marocain, est encore plus dans les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, elle s'inscrit dans le cadre du renforcement des mesures de contrôles instaurés par le Conseil déontologique des valeurs mobilières et l'Autorité des marchés financiers, pour s'assurer de la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières et veiller au bon fonctionnement du marché financier en général.

Bien plus, c'est aussi un outil qui, dans le cadre de la réglementation des marchés financiers et particulièrement la réglementation boursière visant essentiellement l'efficacité du

marché grâce à l'application du principe d'égalité de traitement permet la compensation de l'affaiblissement du contrôle collectif des souscripteurs.

L'établissement dépositaire, généralement promoteur, actionnaire majoritaire, est chargé d'assurer la garde des actifs détenus en portefeuille, recevoir les souscriptions et effectuer les rachats d'actions ou des parts des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, et exécute les ordres de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières concernant les achats et les ventes des titres ainsi que ceux relatifs à l'exercice des droits de souscription et d'attribution attachée aux valeurs comprises dans les actifs de l'organisme, tous en assurant tous encaissements et paiements. L'établissement dépositaire doit également veiller à ce que les ordres qu'il reçoit de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières soient conformes à la loi et aux statuts.

À l'issue de l'ensemble de ces réflexions, et dans le cadre de ce chapitre, on sera conduit à juger le rôle du contrôle interne dans l'échiquier des organes de contrôle des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, tout en focalisant notre attention sur l'importance de cette fonction comme atout pour les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, et garants pour les épargnants (Section 1), avant de se pencher sur le rôle de l'établissement dépositaire comme étant un organe original au sein des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (Section 2).

Section 1

La fonction du contrôle interne au sein des OPCVM.

La fonction du contrôle interne est une tâche très récente dans l'environnement sociétaire marocain et encore plus au sein des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Elle s'inscrit dans le cadre du renforcement des mesures de contrôle instaurés par le Conseil déontologique des valeurs mobilières, pour s'assurer de la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières et veiller au bon fonctionnement du marché financier en général.

Bien plus, c'est aussi un outil qui dans le cadre de la réglementation des marchés financiers et particulièrement la réglementation boursière, visant essentiellement l'efficacité du marché grâce à l'application du principe de légalité de traitement, permettant la compensation de l'affaiblissement du contrôle collectif des actionnaires au sein des assemblées.

Il faut le dire encore, au niveau des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, structures corporatives d'accueil de l'épargne publique, et par dérogation au droit commun, la volonté de s'associer, que l'on appelle parfois « affectio societatis », perd de plus en plus sa place. Ici, l'épargnant succède à l'actionnaire ou porteur de parts. Tout cela semble donc justifier la multiplicité des techniques de supervision, en l'occurrence celle du contrôle interne dans l'échiquier des organes de contrôles des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, tout en focalisant notre attention sur l'importance de cette fonction comme atout pour les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et garant pour les épargnants souscripteurs (Paragraphe 1), avant de se pencher sur son champ d'intervention dans la vie des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (Paragraphe 2).

Paragraphe 1 : Le contrôle interne : un atout pour les OPCVM.

La délimitation des contours de la notion du contrôle interne (A), suivie par un encadrement des particularités de ce type de contrôle dans les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (B), sont les deux points essentiels qui sont en mesure de nous éclairer sur l'importance de cet outil au sein des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

A) Les contours de la notion du contrôle interne.

Bien que la loi ne définisse pas expressément le contrôle interne, celui-ci s'entend en principe de l'ensemble des politiques et procédures du contrôle mis en œuvre par la direction d'une entité en vue d'assurer, dans la mesure du possible, la gestion rigoureuse et efficace de ses activités.

Le terme « contrôle interne » ne relève pas du langage commun. Il est spécialement utilisé dans les milieux professionnels de l'audit pour désigner l'état de maîtrise d'une situation, d'une activité, d'une entité ou d'une opération. Il est dès lors, impropre de parler de « contrôle interne » sauf pour entendre « vérification interne ».

Ce concept a beaucoup évolué ces derniers temps. Il a fait son apparition pour la première fois vers la fin des années quarante, et c'est les experts anglo-saxons qui sont les premiers à se pencher sur cette notion. Elle désignait « *les dispositifs mis au point par la direction pour éviter et corriger les erreurs ou les actions non conformes, permettent ainsi d'alléguer le contrôle externe de l'audit* »¹⁶⁰.

Toujours dans le même cadre d'idée et selon « Henri FAYOL » chef de fil de cette conception « *dans une entreprise, le contrôle consiste à vérifier si tout se passe conformément au programme adopté, aux ordres donnés. Ce contrôle a donc pour but de signaler les fautes et les erreurs, afin qu'in puisse les réparer et en éviter le retour* ».

Selon la définition retenue par la Compagnie nationale des commissaires aux comptes, issue des normes internationales d'audit¹⁶¹, le contrôle interne se manifeste à travers :

- Le respect des politiques de gestion ;
- La sauvegarde des actifs ;
- Le prévention et la détection des fraudes et erreurs ;
- L'exactitude et l'exhaustivité des enregistrements comptables ;
- L'établissement en temps voulu d'informations comptables et financières fiables.

Une autre définition a été donné par l'AFEP et le MEDEF¹⁶², qui précise que, les procédures de contrôle interne « *ont pour objet* :

¹⁶⁰ *Le contrôle interne a été introduit pour la première fois en 1949 par l'ordre des experts américains. « Américain institue of certified public accountants ». Melvin A. Eisenberg, The board of directors and internal control over financial, p, 242; U.S Securities and Exchange, (Finale rule: Management's report on internal control over financial reporting and certification of disclosure in Exchange Act periodic reports), cf. www.sec.gov/rules/final/33-8238.htm.*

¹⁶¹ *Le guide du commissaire aux comptes, partie II. II., norme CNCC 2-301 « Evaluation du risque et contrôle interne », Juin 2005, §08.*

¹⁶² *Recommandation AFEP/MEDEF intitulé « L'application des dispositions de la loi de sécurité financière concernant le rapport du président sur les procédures du contrôle interne mises en place par la société ».*

D'une part, de veiller à ce que les actes de gestion ou de réalisation des opérations ainsi que les comportements des personnels s'inscrivent dans le cadre défini par les orientations données aux activités de l'entreprise par les organes sociaux, par les lois et règlements applicables et par les valeurs, normes et règles internes à l'entreprise ».

D'autre part, de vérifier que les informations comptables financières et de gestion communiquées aux organes sociaux de la société reflètent avec sincérité la situation de la société ».

De ce fait, l'on peut donc très bien conclure, que le contrôle interne est l'ensemble des éléments d'auto contrôle, comptables ou autres, que la direction définit, applique et surveille sous sa responsabilité dans le but d'assurer la maîtrise de la société et de ces opérations. C'est donc un processus mis en œuvre par les organes de gestion, notamment le conseil d'administration et le président, en collaboration avec le personnel, destiné à fournir une assurance raisonnable quant à la réalisation des objectifs fixés¹⁶³.

C'est aussi, un ensemble de moyens humains et techniques tels que l'organisation, les procédures, les systèmes ayant pour objectif la sauvegarde du patrimoine, la réalisation et l'optimisation des opérations, la fiabilité des informations financières diffusées aux épargnants, la conformité aux lois et aux réglementations en vigueur et le respect des objectifs et des règles fixées par la direction générale. Le contrôle interne ne comprend donc pas uniquement les activités de contrôle en elles-mêmes, mais également celles en rapport avec la gestion et la planification.

Côté objectif, bien que cela diffère d'une société à l'autre, certains d'entre eux sont communs. Pratiquement, tout Organisme de placement collectif en valeurs mobilières a pour objectif de construire et conserver une image favorable auprès du potentiel des épargnants, présenter des états financiers fiables à leurs actionnaires et agir en conformité avec les lois et règlements.

¹⁶³ Cette définition a été donnée par « COSO report », en effet, selon l'étude approfondie sur le contrôle interne, destinée à devenir approche de référence, publiée en 1992 aux Etats-Unis (traduite et publiée en France en 1994), sous le nom de « COSO report » (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission). Aux USA, le COSO est un référentiel reconnu par la SEC (Securities and Exchange Commission) pour l'application des dispositions 404 Sarbanes-Oxley. Cet article exige que la direction générale engage sa responsabilité sur l'établissement d'une structure de contrôle interne comptable et financier et qu'elle évalue, annuellement, son efficacité au regard d'un modèle de contrôle interne reconnu. Les commissaires aux comptes valident cette évaluation.

Bref, trois catégories d'objectifs classés par nature sont à distinguer. D'abord, les objectifs opérationnels qui touchent à la réalisation et à l'optimisation des opérations s'inscrivant dans l'objet social, il s'agit des objectifs que l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières se fixe en termes de performances, de rentabilité et de protection de ressources contre d'éventuelles pertes. Ces objectifs varient en fonction des orientations en matière de politique de placement. Ensuite, les objectifs liés aux informations financières et qui touchent à la préparation d'états financiers fiables et à la prévention de la falsification des informations financières publiées. Enfin, les objectifs de conformité en rapport avec le respect des lois et réglementations auxquelles les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont soumis.

Ainsi, il ne suffit pas de définir les procédures de fonctionnement en vertu du principe de l'autorégulation. Encore faut-il en effet que ce dispositif soit appliqué et si possible bien. Aussi, le rapport Brac de la Perrière¹⁶⁴ prend bien de souligner que chaque établissement doit se doter d'une structure de contrôle interne de la déontologie. On ne peut s'en remettre au seul contrôle externe, purement répressif ou sanctionnateur, *a posteriori* qui doit demeurer l'exception. Il vaut mieux se prémunir contre tout litige en organisant une surveillance intérieure, en amont, pour prévenir les dysfonctionnements.

B) Les particularités du contrôle interne dans les OPCVM.

À l'issue de l'ensemble des réflexions développées ci-dessus, on peut retenir qu'un certain nombre d'éléments conditionnent l'existence d'un contrôle interne efficace. En fait, il s'agit de principes généraux dont le respect confère au contrôle interne une qualité satisfaisante. On cite à cet égard, le principe d'organisation, d'intégration, la permanence, l'indépendance, l'information, l'harmonie et la qualité du personnel qui assure la responsabilité.

C'est donc la réponse apportée aux conditions de désignation du contrôleur interne qui permettra de mieux nous éclairer sur ces principes.

¹⁶⁴ *Rapport sur la déontologie des activités financières, rédigé sous la présidence de M. Brac de la Perrière, Bull. mensuel COB, supplément mars 1988, n°212.*

La fonction du contrôleur interne a une fonction permanente au sein du gestionnaire¹⁶⁵.

En effet, du point de vue de fond, le principe est que le contrôleur interne est choisi par les organes de gestion. En l'occurrence le conseil d'administration d'une société d'investissement à capital variable, puisqu'il exerce sa mission de contrôle dans leurs intérêts. Cependant, ce choix n'est pas entièrement libre.

D'une part, et préalablement à la désignation d'un contrôleur interne, le gestionnaire¹⁶⁶ s'assure de la qualité de son statut, un contrôle interne efficace est tributaire d'un personnel compétent, c'est-à-dire qualifié professionnellement, notamment en matière de sa connaissance du cadre légal et réglementaire. Il doit également être honnête, c'est-à-dire intègre moralement¹⁶⁷.

D'autre part, le contrôleur interne est rattaché directement à l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, lorsque celui-ci assure sa propre gestion ou à l'établissement délégataire de gestion dans le cas contraire, sa position hiérarchique doit garantir son indépendance par rapport aux autres entités opérationnelles qui interviennent dans la gestion collective au sein d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

Sans aucun doute, le contrôleur interne qui serait aussi le salarié d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières n'exerce son contrôle qu'avec mollesse de peur que la dénomination d'une irrégularité n'entraîne son licenciement.

De point de vue de la forme, et après sa désignation, le gestionnaire informe le Conseil déontologique des valeurs mobilières, par écrit, de l'identité de la personne appelée à occuper la fonction du contrôleur interne et ce, au plus tard quinze jours à compter de sa désignation, et lui remet à cet effet un extrait de casier judiciaire ou une fiche anthropométrique et un

¹⁶⁵ *On entend par gestionnaire, tout établissement de gestion de FCP, toute SICAV qui assure sa propre gestion, tout établissement délégataire de gestion d'OPCVM (Circulaire n°13/01 relative aux règles de bonnes conduite applicable aux OPCVM).*

¹⁶⁶ *D'après l'article 1 de la circulaire n°14/01 relative à la fonction de contrôleur interne au sein des gestionnaires d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. On entend par gestionnaire, dans le cas qui nous intéresse :*

-Toute société d'investissement à capital variable qui assure sa propre gestion.

-Tout établissement délégataire de gestion d'une société d'investissement à capital variable.

¹⁶⁷ *Article 3, alinéa 1 de la circulaire n°14 /01 évoquée ci-dessus.*

curriculum vitae détaillant notamment sa fonction académique ainsi que son expérience professionnelle¹⁶⁸.

Tout changement ou départ du contrôleur interne doit être motivé par un courrier de la part de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Il est adressé au Conseil déontologique des valeurs mobilières au plus tard sept jours après l'avènement du changement ou le départ précité. À cet égard, le Conseil déontologique des valeurs mobilières pourra demander au contrôleur interne les raisons de départ¹⁶⁹.

Paragraphe 2 : Champ d'intervention du contrôleur interne.

L'accomplissement par le contrôleur interne de ses missions dans les meilleures conditions (B) ne peut se faire sans que ce dernier dispose des moyens d'action adéquats (A).

A- Moyens d'action du contrôleur interne.

L'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ou le cas échéant, l'établissement délégataire doit mettre à la disposition du contrôleur interne tous les moyens nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

En droit français, depuis septembre 2006, toutes les sociétés de gestion sont dans l'obligation de se doter d'un responsable de la Conformité du Contrôle interne (RCCI). Cette fonction a été décrite et définie dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers¹⁷⁰.

En effet, un système de contrôle interne efficace suppose que les moyens humains et matériels adéquats soient disponibles. L'efficacité du système de contrôle interne exige en particulier des systèmes d'information fiables et accessibles, garantissant que toutes les informations importantes relatives à la réalisation de l'objet social de l'Organisme de

¹⁶⁸ Article 3, alinéa 2 de la circulaire n°14/01.

¹⁶⁹ Article 7, alinéa 1 et 2 de la circulaire n°14/01.

¹⁷⁰ Articles 322-22-12 à 322-22-15.

placement collectif en valeurs mobilières sont collectées et mises à la disposition de cette instance. L'accès aux plaintes formulées par les clients en est un exemple concret¹⁷¹.

Une importance particulière devra également être accordée à la possibilité d'assister aux différentes réunions relatives aux placements d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Bref, le contrôleur interne doit être autorisé d'accéder aux informations concernant tout événement affectant la gestion du portefeuille d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, et mêmes celles relatives aux placements des membres quel que soit le lieu de conservation de leurs actifs¹⁷².

Au regard de l'importance considérable de la tâche confiée au contrôleur interne, le gestionnaire doit veiller à la mise en place et au maintien d'un contrôle interne conséquent, pour assumer sa responsabilité, il doit établir un manuel de procédure, outil de transparence, et moyens de renforcement interne.

Il s'agit là d'un outil simple et uniformisé de vision d'ensemble au sein d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et de cohérence des processus de son activité. Il permet de décrire d'une façon simple les actions à réaliser et les acteurs impliqués, son atout c'est qu'il facilite le contrôle des dysfonctionnements et leurs résolutions.

C'est aussi un moyen d'amélioration des performances de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et de transparence de son activité. Car il fournit à tous les partenaires un outil leur permettant de se familiariser rapidement avec le système comptable et sa conformité aux lois et règles en vigueur¹⁷³.

Cet ensemble d'objectifs ne peut se réaliser effectivement que si le manuel de procédures contient des règles d'organisation minimales permettant d'exercer ces activités

¹⁷¹ Article 4 de la circulaire n°14/01 précédemment cité.

¹⁷² D'après l'article 1 de la circulaire évoquée ci-dessus par membre on entend :

-les membres du personnel du gestionnaire.

-les directeurs généraux du gestionnaire.

-les membres du conseil d'administration ou du directoire du gestionnaire, dans le cas où ceux-ci participent aux décisions d'investissement.

¹⁷³ Le manuel d'organisation comptable est rendu obligatoire par la loi n°9/88 relative aux obligations comptables des commerçants. L'article 4 de cette loi affirme que les personnes assujettis à la présente loi, dont le chiffre d'affaires annuel est supérieur à sept millions et demi de Dirhams (7 500 000 Dirhams), doivent établir un manuel de procédure qui a pour objet de décrire l'organisation comptable de leur entreprise. Le code général de normalisation comptable a édicté la même disposition.

avec diligences et impartialité dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts et des actionnaires, prévenir les conflits d'intérêts, assurer l'autonomie des gérants et la séparation des métiers en précisant les responsabilités, les prérogatives et le champ d'action de chacun, d'assurer la confidentialité des informations relatives aux actionnaires, et enfin de retrouver les transactions effectuées par les membres pour leurs propres comptes et ce, quelle que soit l'institution de domiciliation de leurs comptes¹⁷⁴.

B) Missions du contrôleur interne.

1-Respect des dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Le contrôleur interne est investi d'une mission permanente de contrôle sur la situation globale d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Cette mission est constituée de trois composantes : la conformité, le contrôle permanent et le contrôle périodique¹⁷⁵.

Les fonctions couvertes par la conformité sont le conseil, la formation, la veille réglementaire et l'avis préalable sur tout nouveau produit ou service¹⁷⁶. Le contrôle de conformité doit être exercé de manière continue. Cette fonction fait partie du contrôle permanent effectué par des collaborateurs opérationnels dits de 1^{er} niveau. Le contrôle de conformité de 2^{ème} niveau est réalisé par le RCCI qui doit s'assurer que les contrôles de 1^{er} niveau ont été correctement effectués¹⁷⁷.

Le contrôle périodique, quant à lui, doit s'exercer de façon régulière mais non continue. Cette tâche s'effectue sous forme d'audits ou de mission d'inspection¹⁷⁸.

Grâce aux moyens d'action dont il dispose, et aux renseignements recueillis dans l'exercice de sa mission de contrôle, le contrôleur interne accomplit ensuite une mission d'information.

¹⁷⁴ Article 4, alinéa 2, circulaire n°14/01.

¹⁷⁵ Articles 322-22-1 à 322-22-5 et article 322-22-10 du règlement général de l'AMF.

¹⁷⁶ Article 322-22-2 du règlement général de l'AMF.

¹⁷⁷ Article 322-22-3 du règlement général de l'AMF.

¹⁷⁸ Article 322-22-3 du règlement général de l'AMF.

Ce contrôle étant donc la mission première du contrôleur interne. C'est celle qui justifie même son appellation. Cette tâche n'est pas facile à exécuter. Le contrôleur interne n'a pas à contrôler l'opportunité des décisions en matière de la politique d'investissement. Toute immixtion dans la gestion lui est interdite.

La mission permanente du contrôleur interne consiste à s'assurer que le gestionnaire agit, en tout temps dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts et les actionnaires. Il doit également veiller à ce que ce même gestionnaire respecte les obligations afférentes au manuel de procédures. Mais avant cela, il doit au préalable s'assurer que l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ou le cas échéant l'établissement délégataire dispose de ce manuel et veille à sa mise à jour et en assure la diffusion auprès des membres.

2-Déontologie.

Les pouvoirs du contrôleur interne sont considérables. En tant que responsable de la déontologie, c'est lui qui assure la tâche de l'interlocuteur dans ce domaine pour les membres. Il organise au sein du gestionnaire, au moins deux fois par an, des séances de sensibilisation aux règles déontologique. L'objectif de ces séances d'informations, et aussi de formation est de rappeler, expliciter les règles existantes et faire le point sur les procédures établies par le gestionnaire afin d'en assurer le respect.

Le résultat de cette tâche, ainsi opérée par le contrôleur interne, doit faire l'objet d'un registre dans lequel sont consignés les dates de ces séances, leurs comptes-rendus, la liste des personnes présentes ainsi que les heures de début et de fin.

3- Opération pour compte propre des membres.

Il est à souligner que ce contrôle n'a pas seulement pour objet de vérifier l'organisation et le fonctionnement des établissements dans une perspective strictement institutionnelle, il a également pour mission de surveiller les agissements personnels des membres de ces organismes qui pourraient être tentés d'abuser de leur situation privilégiée pour leur propre compte.

À cet effet, le contrôleur interne doit veiller à ce que les membres pour le compte desquels une transaction boursière aura été exécutée lui remettant une déclaration d'exécution et ce, dans les cinq jours à compter de la réception de l'avis d'exécution de ladite transaction.

À ce titre, la déclaration doit contenir les informations suivantes : le nom de l'intéressé, le nom de l'intermédiaire ou du réseau collecteur, la désignation de la valeur, le sens de l'opération, le nombre de titres acquis ou vendus, la date de l'opération, la valeur de l'opération et l'établissement dépositaire.

Mieux encore, et préalablement à l'exécution effective de toute transaction sur le marché, c'est le contrôleur interne qui autorise a priori et par écrit les opérations pour compte propre des membres impliqués dans la prise des décisions d'investissement. C'est lui aussi qui valide, mais cette fois-ci a posteriori, l'ensemble des opérations effectuées par les autres membres.

Le respect du principe de la déontologie, amène aussi le contrôleur interne, à s'assurer que les membres susceptibles de disposer d'une information privilégiée sont informés du cadre légal et réglementaire en la matière, ainsi que des sanctions encourues.

L'objectif d'une telle mesure, étant de garantir la prééminence de l'intérêt des porteurs de parts et actionnaires au sein de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, est par conséquent d'éviter l'apparition des conflits d'intérêts entre les transactions des membres avec celle réalisées pour le compte de la société.

4- Sécurité informatique.

Un système de contrôle interne efficace suppose également une sécurité informatique. À cet égard, le contrôleur interne doit s'assurer qu'il existe un système de protection permanent des accès informatiques et que les procédures des systèmes d'information adéquats, garantissent que toutes les informations importantes relatives au domaine d'activité des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, sont périodiquement testées.

5- Traitement des réclamations de la clientèle et des contreparties.

Toujours dans le cadre des mesures de protection des intérêts au sein de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, le Conseil déontologique des valeurs mobilières charge le contrôleur interne de s'assurer que le gestionnaire donne une suite, avec diligence, aux réclamations qui parviennent à ce dernier de la clientèle et des contreparties.

L'établissement dépositaire, le commissaire aux comptes¹⁷⁹, et le Conseil déontologique des valeurs mobilières, tous organes de contrôle de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, chacun dans son domaine respectif, n'échappe pas à cette surveillance, le contrôleur interne doit s'assurer que les différentes irrégularités relevées par ces organes sont corrigés sans délai.

La circulaire en question impose également au contrôleur interne le devoir de porter le résultat de ses missions à la connaissance du Conseil déontologique des valeurs mobilières et de la direction générale du gestionnaire.

À l'égard du Conseil déontologique des valeurs mobilières, le contrôleur interne élabore un rapport trimestriel de contrôle qui porte sur les moyens mis à sa disposition pour mener à bien sa mission, ainsi que les résultats de son activité au cours de la période considérée. Ce rapport constitue l'instrument de son indépendance et sa communication aux instances de l'autorité de tutelle en assure l'efficacité¹⁸⁰.

Dans le cadre de sa mission de détection continue des déficiences, et dans un souci d'efficacité de contrôle, le contrôleur interne porte à la connaissance du Conseil déontologique des valeurs mobilières, et aussi, à la direction générale de gestionnaire auquel est attaché, toute irrégularité significative, ainsi que les mesures de correction entreprises ou envisagées pour prévenir les lacunes.

Le rattachement du contrôleur interne à la direction, ne signifie pas la subordination du premier au deuxième. Le principe de l'indépendance semble être assuré, le contrôleur

¹⁷⁹ *Le commissaire aux comptes n'a pas par conséquent à intervenir chez le dépositaire pour vérifier le fonctionnement des procédures ayant un lien avec l'OPCVM. Il se limite à vérifier que l'état des actifs de l'OPCVM coïncide effectivement avec le relevé du dépositaire.*

¹⁸⁰ *Article 6 de la circulaire n°14/01 précédemment cité.*

interne tient informer l'autorité de régulation, le Conseil déontologique des valeurs mobilières et l'Autorité des marchés financiers de tout changement significatif affectant la vie du gestionnaire.

Paragraphe 3 : Identification des défaillances ou insuffisances du contrôle interne.

En marge des défaillances constatées au niveau du contrôle interne, celui qui est seul capable, d'assurer une efficacité dans la prise en compte des risques, juridiques mais aussi risques opérationnels de façon plus large, on constate une certaine défaillance des régulateurs dans le contrôle de la bonne application de la norme (A). Là encore, des réformes viennent d'être adoptées ou sont en cours pour rendre plus efficaces les dispositifs de surveillance interne et externe (B).

A) Défaillance du contrôle interne.

À ce titre, l'on distingue successivement entre défaillances du contrôle opéré par les régulés eux-mêmes (1), et défaillance du contrôle opéré par les régulateurs (2).

1-Défaillance du contrôle opéré par les régulés eux-mêmes.

En France et dans le contexte de la crise économique, on constate, tout d'abord, une certaine défaillance du contrôle interne, c'est-à-dire le contrôle par les régulés eux-mêmes. Aux dires même de la Commission bancaire, les 3/4 des procédures disciplinaires ouvertes depuis 2006 comportent au moins un grief en matière de contrôle interne. Les griefs les plus couramment retenus sont :

- L'absence d'indépendance entre les unités chargées de l'engagement et de la validation des opérations;
- La défaillance de l'organisation comptable;
- Des lacunes des pistes d'audit;
- Des lacunes et défaillance du système informatique;
- Une absence de traçabilité des opérations;
- Une absence d'outil d'alerte;

- Une insuffisance des moyens pour la maîtrise des risques opérationnels;
- Une remise tardive des rapports annuels;
- Une absence de manuel de procédure;
- Une défaillance du système d'information;
- Une défaillance du dispositif de contrôle de conformité sur les nouveaux produits ;
- Une insuffisance des dispositifs de contrôle permanent et périodique.

En effet, la sanction pécuniaire prononcée par la Commission bancaire le 3 juillet 2008 à l'encontre de la Société générale ainsi que celle prononcée le 15 juillet 2009 à l'encontre de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance témoignent des grandes faiblesses du contrôle interne au cours de la période récente.

Le rapport déposé par Christine Lagarde, le 4 février 2009, à la suite de la « note explicative concernant la fraude exceptionnelle » diffusée par la Société générale le 27 janvier 2008 a fourni quelques pistes de réflexion qui ont, notamment, pour objet de prendre en compte, au-delà des systèmes et procédures, l'importance des facteurs humains afin de prévenir et de détecter des comportements anormaux ou inhabituels pouvant engendrer des risques opérationnels.

Ce rapport pose six recommandations. La première vise à renforcer la réglementation et les pratiques déjà existantes en matière des dispositifs internes de contrôle¹⁸¹. Le rapport propose, notamment, de renforcer le cadre réglementaire existant en matière de contrôle interne et de créer une nouvelle forme de gouvernance des risques à l'intérieur des établissements de crédit, impliquant une participation substantielle des organes décisionnels dans le pilotage des risques qui n'est pas sans rappeler les réformes de gouvernance qui avaient également pu voir le jour dans le sillage de l'affaire Enron en 2002.

La deuxième recommandation tend à compléter la réglementation sur le contrôle interne concernant le suivi du risque opérationnel pour que soient également pris en compte les aspects qualitatifs de ce risque avec obligations de « reporting » aussi bien aux organes sociaux qu'à la Commission bancaire.

¹⁸¹ **BOURETZ Emmanuelle**, « *La défaillance de la régulation financière* », *Revue Lexis nexis*, 2009.

La troisième recommandation a pour objet de mieux identifier la lutte contre la fraude interne comme un élément à part entière du contrôle interne avec l'intégration explicite du risque de fraude. Quant à la quatrième recommandation, elle vise à impliquer pleinement la direction et l'encadrement des établissements dans le contrôle des risques avec l'instauration de comités composés en partie de personnalités indépendantes et dédiés à la surveillance des risques et du contrôle interne.

Les deux dernières recommandations suggèrent d'adapter les mesures relatives aux sanctions applicables aux établissements bancaires et financiers¹⁸² et préconisent de formuler des propositions au plan international.

2- Défaillance du contrôle mené par les régulateurs.

De l'aveu même de l'ancien président de l'Autorité des marchés financiers, « les régulateurs ont leur part de responsabilité. Ils ne sont pas les seuls. L'industrie a joué un rôle déterminant. Au cours de la période, avec une violence et une constance sans failles, les grands représentants de ce que l'on appelle l'industrie – c'est-à-dire les institutions financières privées – se sont opposés à ce que les régulateurs puissent intervenir sur le terrain de cette externalisation du risque et de l'innovation qui était le levier principal des dérèglements connus. Malheureusement, les régulateurs n'ont pas été capables de résister à cette pression. Dans certains cas, ils l'ont même relayée, convaincus de la validité de ce nouveau paradigme et de la capacité de ces grands industriels à gérer eux-mêmes les problématiques du nouveau système »¹⁸³. Certains auteurs considèrent que c'est à la fois l'indépendance technique mais aussi l'indépendance intellectuelle des régulateurs qui a été prise en défaut¹⁸⁴.

Là encore, il n'est pas question de fournir un catalogue détaillé des multiples défaillances ayant affecté le contrôle de la norme proprement dite par les régulateurs. Le propos est de dégager quelques pistes de réflexions. Quelles sont-elles ?

¹⁸² V. *Polémiques autour du projet de directive sur la gestion alternative : AGEFI, 3 juillet 2009.*

¹⁸³ PRADA, (M.), in *Conférence du Conseil d'Etat - Crise financière : « Diagnostic et défaillance du système de régulation », 30 mars 2009, p.6.*

¹⁸⁴ AZOUAOU, (PH.), *Crise financière : Diagnostic et défaillances du système de régulation, conférence du Conseil d'Etat- 1^{ère} conférence du cycle : « Régulation de crise, régulation en crise ». Dalloz 2009, n°24, p.1597-1598.*

a) Une trop grande concentration sur la surveillance micro prudentielle.

Comme le relève le rapport élaboré par le groupe de Larosière, « *les autorités de réglementation et de surveillance se sont concentrées sur la surveillance micro prudentielle des établissements financiers individuels et pas assez sur les risques macro systémiques d'une contagion des chocs horizontaux liés* »¹⁸⁵.

Les autorités de surveillance se sont depuis toujours focalisées sur la première approche qui consiste à surveiller la situation d'un établissement financier donné pour en limiter ses difficultés. Le Comité de Bâle a d'ailleurs choisi de privilégier celle-ci. Le caractère morcelé de la surveillance micro prudentielle ne permet pas, toutefois, de prendre en compte le fait que le système financier dans son ensemble puisse être exposé à des risques communs. Seule une surveillance macro prudentielle permettrait a minima de limiter les difficultés du système financier en évitant la défaillance d'établissements financiers donnés, la surveillance micro prudentielle s'efforce, toutefois, de prévenir ou du moins d'atténuer le risque de contagion.

b) Des moyens mis à la disposition des régulateurs nettement insuffisants.

Au Royaume-Uni, c'est probablement les difficultés rencontrées par Northern Rock qui ont fait le plus prendre conscience des problèmes que peuvent rencontrer les régulateurs en termes de dotation et de disponibilité des ressources dans le cadre, tout particulièrement, d'une approche fondée sur les principes (Principle based) qui impliquent, comme il a été évoqué ci-dessus, des compétences plus larges que celles que supposent l'application de normes détaillées (ruled based)¹⁸⁶.

Les mesures annoncées par la FSA (Financial Services Authority) suite à l'affaire Northern Rock illustrent bien ce point¹⁸⁷. « *La FSA prévoit de renforcer ses équipes de surveillance*¹⁸⁸. *Elle prévoit également d'améliorer la qualité de son personnel, embaucher*

¹⁸⁵ Rapport élaboré par le groupe de Larosière, p.32 et s. Et le rapport de la Commission européenne 2008 sur l'intégration financière européenne, http://ec.europa.eu/internal_market/finance/fim/index_fr.htm.

¹⁸⁶ Revue Lexis nexis « La défaillance de la régulation financière », op. cit.

¹⁸⁷ J. Hughes, FSA admits failings over Northern Rock : Financial Times, 26 mars 2008.

¹⁸⁸ (i.e. augmenter ses effectifs, améliorer la formation, affecter un nombre minimal d'employés à la surveillance des entreprises à forte résonance sur le marché et maintenir un contact plus étroit entre ses cadres supérieurs et les grandes entreprises)

des spécialistes du risque pour appuyer les équipes de surveillance de première ligne et utiliser les modèles complexes d'évaluation du risque employés dans le secteur bancaire »¹⁸⁹

Ainsi, l'affaire Kerviel a également bien illustré le manque d'effectif de la Commission bancaire. Son secrétaire général avait lui-même déclaré : « *Nous contrôlons l'architecture du système, nous faisons les contrôles du contrôle interne, mais avec 550 agents et 2500 traders, la probabilité que nous trouvions une fraude par sondage n'est pas très importante* ».

Dans un avis du Conseil économique, social et environnemental présenté par Mme Monique Bourven et M. Yves Zehr, les 25 et 26 février 2009, il a été souligné que « La qualité du contrôle interne, même améliorée, ne dispense en aucun cas les autorités de s'assurer de l'efficacité des contrôles des régulateurs. En effet, les événements récents ont montré que l'État est le garant en dernier ressort et qu'en conséquence, il doit exiger des fonctionnements sains et donner aux régulateurs les moyens de vérifier le système »¹⁹⁰. Tel ne semble pourtant pas être le cas.

En 2009, pour la seule Commission bancaire, ce ne sont pas moins de 1 000 établissements de crédit et entreprises d'investissement qui doivent être contrôlés. Or, il n'y a que 550 personnes chargées du contrôle (160 agents environ chargés du contrôle permanent et 175 agents environ chargés des contrôles sur place) et environ 215 personnes chargées des fonctions dites de support (juristes, comptables, informaticiens, spécialistes du domaine international).

Selon la cour des comptes, « Avec 1 071 personnes réparties, les effectifs restent de taille modeste », et d'ajouter que « la France n'affecte pas au contrôle et à la régulation financière les effectifs importants qu'y consacrent ses principaux partenaires : 2 535 agents à la FSA au Royaume-Uni, 1 693 agents à la BAFIN¹⁹¹ en Allemagne. Cela conduit à s'interroger sur l'adéquation des moyens à l'ampleur et à la nature des problèmes à traiter »¹⁹².

¹⁸⁹ Critie Ford, « *La réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes* », p.9, www.expertpanel.

¹⁹⁰ *La crise bancaire et la régulation financière, avis du Conseil économique, social et environnemental présenté par Mme Monique Bourven et M. Yves Zehr, rapporteurs au nom de la section des finances, séance des 25 et 26 février 2009.*

¹⁹¹ BAFIN signifie Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, le régulateur unique des banques, des assurances et des marchés financiers.

¹⁹² *Rapp. Annuel 2009 de la Cour des Comptes, « Les autorités de contrôle et de régulation du secteur financier », p.393, www.ccomptes.fr*

Pour la cour des comptes, cette insuffisance d'effectif s'expliquerait, pour partie, par une gestion « endogène, voire Malthusienne¹⁹³ » des statuts des personnels et par « des politiques de rémunération trop cloisonnées »¹⁹⁴.

c) Une politique de sanction probablement peu dissuasive.

Cette insuffisance de moyens se double d'une politique de sanction que l'on peut considérer comme insuffisamment dissuasive. Comme le relève encore la Cour des comptes dans son rapport 2009, « *les instruments de sanction mis en oeuvre par les trois autorités (CB, AMF et ACAM) ne sont (...) adaptés ni en diversité ni en puissance. La politique de sanction demeure beaucoup moins sévère que celle pratiquée par les autorités de régulation d'autres secteurs économiques* »¹⁹⁵.

Jusqu'à récemment¹⁹⁶, le montant des sanctions n'était pas jugé suffisant par rapport aux coûts des investissements nécessaires que les contrôlés devaient engager pour améliorer le contrôle de leur risque. On rappellera, en outre, qu'il faudra attendre la promulgation de la loi des Finances pour 2008 n° 2007-1822 du 24 décembre 2007¹⁹⁷, pour que les amendes prononcées par l'Autorité des marchés financiers et la Commission bancaire ne soient plus déductibles du bénéfice imposable.

¹⁹³ « À l'ACAM, les effectifs du corps de commissaires contrôleurs n'ont pas varié, alors que le secteur des assurances se développait et que les produits se diversifiaient. Cette situation résulte des caractéristiques d'un corps très étroit, celui des commissaires contrôleurs recruté à partir de l'école polytechnique et de l'école normale supérieure, qui ne permet pas à lui seul de répondre aux besoins de l'ACAM et dont l'insuffisance numérique, malgré les efforts en cours, n'a pas été compensée par des recrutements extérieurs. La Banque de France privilégie aussi, bien que dans une moindre mesure, les corps internes et ne recourt à des recrutements extérieurs de spécialistes qu'avec parcimonie. À l'AMF, la recherche d'expertises sur le marché a été, au contraire, active, mais cette politique s'est heurtée à la difficulté de fidéliser des cadres recrutés jeunes auxquels l'institution ne peut offrir des carrières longues », *Ibid*, p. 396.

¹⁹⁴ « Du fait de l'adossement à la Banque de France, les services de supervision bancaires n'ont pas de politique de rémunération spécifique (...) À l'ACAM, la gestion du personnel qui comporte majoritairement des fonctionnaires ou des contractuels de droit public suit des modes classiques, l'évaluation et la rémunération variable individualisée n'ayant été généralisées pour l'ensemble du personnel que récemment. La politique de l'AMF est plus originale. En effet, un cadre juridique dérogatoire a été, de fait, mis en oeuvre, tant pour les contractuels de droit privé que pour ceux de droit public. Il a principalement consisté à étendre certains avantages sociaux découlant du code du travail à une population essentiellement composée de contractuels publics. Il en est résulté des pratiques de gestion contestables sans pour autant permettre d'atteindre l'objectif de fidélisation des cadres. Il conviendrait de revenir aux textes qui régissent les salariés selon le droit de leur contrat, seul moyen de faire coexister un régime de droit public et un régime de droit privé conformes à la volonté du législateur », *Ibid*, p. 396-397.

¹⁹⁵ *Ibid* p.406

¹⁹⁶ Réforme opérée par la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie (« LME »)

¹⁹⁷ Article 23 modifiant l'article 39 du Code général des impôts.

Avant la réforme d'août 2008, les sanctions pécuniaires qui pouvaient être prononcées par l'Autorité des marchés financiers étaient plafonnées à 1,5 million d'euros. Le plafond est aujourd'hui de 10 millions. Les sanctions pécuniaires qui pouvaient être prononcées par la Commission bancaire étaient, quant à elles, plafonnées à 5 millions d'euros. Le plafond est passé à 50 millions. La première décision de la Commission bancaire ayant fait application des ces nouveaux plafonds est celle qui a été rendue le 15 juillet 2009 à l'encontre de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance¹⁹⁸.

Il n'est pas certain que les nouveaux plafonds issus de la loi du 8 août 2008 répondent totalement à l'exigence d'exemplarité des sanctions.

2) Les réformes à venir.

Plusieurs réformes sont en cours ou viennent d'être adoptées très récemment pour améliorer tant le contrôle interne que la contrôle opérées par les régulateurs.

a) Modification du règlement CRBF n° 97-02.

L'article 156 de la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 a modifié le code monétaire et financier. L'intitulé de la section 7 du chapitre 1er du titre Ier du livre V du Code monétaire et financier est complété par les mots : « et contrôle interne ».

L'article L. 511-41 du même code est complété par un alinéa ainsi rédigé : « *Au sein des établissements de crédit, les conditions d'information des organes de direction, d'administration et de surveillance concernant l'efficacité des systèmes de contrôle interne, d'audit interne et de gestion des risques et le suivi des incidents révélés notamment par ces systèmes sont fixées par arrêté du ministre chargé de l'économie. Cet arrêté prévoit les conditions dans lesquelles ces informations sont transmises à la Commission bancaire* ».

C'est dans ce contexte que le règlement CRBF n° 97-02 relatif au contrôle interne des établissements de crédit a été modifié par l'arrêté du 14 janvier 2009. Ce texte témoigne de l'évolution générale de la régulation vers une responsabilisation accrue des institutions

¹⁹⁸ *Entre 2003 et 2008, les sanctions pécuniaires prononcées par la CB ont été peu nombreuses (66 sur 98 décisions) pour montant total de 14,7 millions d'euros. Le nombre des sanctions prononcées par l'AMF est plus élevé mais le montant moyen des sanctions était de 331 500 euros en 2007. C'est sans aucun doute l'activité de sanction de l'ACAM qui est plus la restreinte. Cette dernière a prononcé depuis 2004 neuf sanctions pécuniaires pour un montant total de moins d'un million d'euros.*

financières, doublée d'un renforcement des critères d'observabilité. Cette réforme reflète également de l'importance grandissante d'une gestion plus fine du risque opérationnel.

Plusieurs axes de renforcement des dispositions internes de contrôles sont à noter :

- La fraude interne et externe devient un élément à part entière du dispositif du contrôle interne, explicitement identifié, à ce titre, comme une catégorie de risques opérationnels par Bâle II. On rappellera, ici, qu'un rapport élaboré par la commission Treadway en 1987 à la suite d'une série de faillites financières aux États-Unis dans les années 80 avait démontré que presque 50 % des cas de fraude résultaient des failles dans le dispositif de contrôle et la définition qui en était donnée ;
 - Un système d'alerte est mis en place afin d'identifier les incidents significatifs révélés par les procédures de contrôle interne. Il s'accompagne d'un devoir d'alerte du superviseur bancaire par l'organe exécutif ;
 - Une cohérence entre la nature des activités, les résultats dégagés, les risques engendrés et les critères de rémunérations associés est, à présent, expressément exigée ;
 - Une extension de la responsabilité de l'organe exécutif, de l'organe délibérant et, par conséquent, du comité d'audit en matière de suivi des risques et plus globalement d'appréciation de la qualité du contrôle interne est instauré.

b) Création d'une nouvelle autorité de contrôle prudentiel (qu'on étudiera d'une manière détaillée dans le premier chapitre de la seconde partie).

c) Adoption d'une architecture de supervision par objectifs.

Le rapport Deletré préconise d'adopter, à plus long terme, une architecture de supervision par objectifs, en s'inspirant du modèle utilisé par les Pays-Bas.

Schématiquement, l'Autorité de contrôle prudentiel se verrait confier la surveillance prudentielle pour l'ensemble du secteur financier, ce qui engloberait la gestion pour compte de tiers. De son côté, l'Autorité des marchés financiers aurait un rôle transversal de contrôle du respect par les intermédiaires financiers des obligations professionnelles à l'égard de la clientèle, et ce sur l'ensemble du secteur financier, à savoir banque, assurance et gestion pour compte de tiers.

Section 2

L'établissement dépositaire : un organe original¹⁹⁹ des OPCVM.

L'établissement dépositaire occupe une place à part au sein des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. C'est un organe original, il a pour principale fonction de conserver les actifs, et de contrôler la régularité des décisions des organes de gestion.

La présence de cet organe au niveau des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières est d'une importance considérable, il permet d'assurer leur bon fonctionnement.

Sa position par rapport aux autres organes sociaux détermine son rôle et sa responsabilité au sein de cette structure corporative d'accueil de l'épargne. Elle répond à un double but : D'une part, séparer les fonctions de gestion des fonctions de garde de portefeuille. D'autre part, renforcer la protection des épargnants actionnaires et porteurs des parts et éviter toute atteinte à leurs intérêts. De ce fait, l'organe de gestion est limité à son seul rôle et l'épargnant est assuré de l'existence juridique de ces titres²⁰⁰.

En effet, le principe essentiel concernant la structure des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières réside essentiellement dans la séparation des fonctions de gestion des actifs des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et de celles du dépositaire, en d'autres termes, une même personne ne peut cumuler la fonction de gestionnaire et celle du dépositaire, selon le législateur français, le dépositaire revêt un rôle très important dans le cadre de la protection des participants. En effet et comme nous le verrons de manière détaillée ensuite, outre la garde des actifs de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, l'exercice de certaines opérations techniques, le dépositaire est

¹⁹⁹ *Le dépositaire intervient auprès de la plupart des Organismes de placement collectif (OPC) : fonds commun de placement (FCP), sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), fonds communs de créances (FCR), et depuis leur institution en 2005, Organismes de placement collectif immobilier (SCPI), n'en sont dépourvues, dans la famille des OPC, que les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et les sociétés d'épargne forestière (SEF) : Olivier Douvrelour, Bulletin Joly Bourse, Juillet Août 2008, § 39. p.331 ; R. ROBLOT (R.), « Les OPCVM », 2^{ème} éd, par M. Germain, ANSA, 1995 n°12.*

²⁰⁰ *SENARD Olivier, « Les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières dans le marché commun et en suisse », Université de Paris X Nanterre, thèse doctorale, UER de sciences Juridiques, 1974. p. 123.*

tenu d'exercer un contrôle sur les activités du gestionnaire, il était évident qu'un véritable contrôle de la gestion ne pouvait être fait par le gestionnaire lui-même.

Créée par la directive européenne de 1985 relative aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières offerts au public, la fonction du dépositaire d'Organismes de placement collectif implique des obligations plus étendues que celle pesant sur le teneur de compte conservateur qui assure la conservation des instruments financiers²⁰¹.

Ainsi la loi de transposition du 23 décembre 1988 relative aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières indique que le dépositaire a son siège social en France, conserve les actifs des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et s'assure de la régularité des décisions prises par la société d'investissement à capital variable ou la société de gestion de fonds commun de placement²⁰².

Elle confirme la solidarité du dépositaire et de la société de gestion à l'égard des porteurs des parts d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières en opérant une distinction selon que celui-ci est chargé de la conservation des actifs d'une société d'investissement à capital ou d'un fonds commun de placement. Dans ce dernier cas, le dépositaire et la société de gestion qui sont tous deux à l'initiative de la création du fonds²⁰³ et participent à l'établissement de son règlement, peuvent être déclarés solidairement responsables²⁰⁴, notamment en cas de violation des dispositions de ce règlement.

Toutefois, la loi était restée laconique sur l'organisation et les fonctions du dépositaire²⁰⁵. C'est la raison pour laquelle afin de renforcer la sécurité des Organismes de

²⁰¹ *En France, depuis la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 l'accès à l'exercice du service connexe de conservation ou d'administration d'instruments financiers est défini limitativement à l'article L.542-1 du code monétaire et financier, seuls les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, les personnes morales ayant pour objet principal ou unique l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers, le trésor public, la banque de France, les services financiers de la Poste, l'institut d'émission des départements d'outre-mer, l'institut d'émission d'Outre-Mer et la caisse des dépôts et consignations peuvent être dépositaire.*

²⁰² *Dispositions reprises aux articles L. 214-16 et L. 214-26 du code monétaire et financier.*

²⁰³ *Article L. 214-24 du code monétaire et financier : « Le fonds commun de placement est constitué à l'initiative conjointe d'une société de gestion de portefeuille chargé de sa gestion, et, d'une personne morale, dépositaire des actifs des fonds. Cette société et cette personne établissent le règlement du fonds ».*

²⁰⁴ *Article L. 214-28 du code monétaire et financier.*

²⁰⁵ *Article 214-3 du code monétaire et financier : « Le dépositaire et la société de gestion doivent agir au bénéfice exclusif des souscripteurs, ils doivent présenter des garanties suffisantes en ce qui concerne leur organisation, les moyens techniques et financiers, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants. Ils doivent prendre les dispositions propres à assurer la sécurité des opérations ».*

placement collectif en valeurs mobilières en fixant un cadre aux intermédiaires financiers souhaitant exercer une activité de dépositaire d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, la commission des opérations de bourse a publié le 9 novembre 1993 une instruction sur les missions et moyens du dépositaire d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, sorte de *vade-mecum* à l'attention des dépositaires d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

L'instruction réitère les termes de la loi de 1988 en définissant plus précisément les deux fonctions majeures du dépositaire d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières que sont la conservation des actifs et le contrôle de la régularité des décisions d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières²⁰⁶. Par ailleurs, elle précise les autres domaines d'intervention du dépositaire dans le fonctionnement des fonds communs de placement et des sociétés d'investissement à capital variable comme la gestion du passif pour le compte d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

En termes d'organisation, les procédures et les moyens de contrôle doivent être formalisés et un dispositif de réaction aux anomalies mises en œuvre. Si le nombre d'activités afférentes à la fonction du dépositaire peut faire l'objet d'une délégation à des organismes tiers, l'instruction reprend le principe légal selon lequel la délégation n'exonère pas le dépositaire de ses responsabilités²⁰⁷.

La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a placé les dépositaires d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières dans le champ du pouvoir réglementaire de l'autorité des marchés financiers. L'Autorité des marchés financiers doit à présent déterminer dans son règlement général « *les conditions d'exercice de l'activité de dépositaire d'organisme de placement collectif* »²⁰⁸.

Aussi est-ce sur la base de cette délégation législative nouvelle que l'Autorité des marchés financiers a entrepris la refonte du cadre réglementaire de l'activité du dépositaire, pour l'adapter aux évolutions des marchés et des techniques, clarifier les rôles et les

²⁰⁶ *La mission de conservation est également encadrée par des règles applicables aux teneurs de compte conservateurs (art L. 542 du code monétaire et financier).*

²⁰⁷ *La fonction du dépositaire en France « Cadre juridique, bilan et préconisations », Revue AMF, n°11, fév.2005. p.239.*

²⁰⁸ *Article L. 621-7-V-4° du code monétaire et financier.*

responsabilités de ce professionnel, tout en disposant des moyens de sanctionner efficacement les manquements aux dispositions applicables. Le régulateur, dans cette tâche, s'entoura des expertises professionnelles qui lui étaient nécessaires, et à cette fin, constitua un groupe de travail composé, pour l'essentiel, des principales associations intéressées, d'établissement dépositaires et de sociétés de gestion. Il en résulte un projet de texte, sous la forme d'un chapitre consacré, au sein du livre III, aux « *dépositaire d'organismes de placement collectif* »²⁰⁹ qui est entré en application le 1^{er} janvier 2008²¹⁰.

Ainsi, la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a mis l'accent sur une disposition générale autorisant le gouvernement à prendre par voie d'ordonnance les mesures relevant du domaine de la loi qui sont nécessaires à la transposition de la directive OPCVM IV du 13 juillet 2009 qui remplace la précédente directive OPCVM 85/611/ CEE du 20 décembre 1985 ou qui sont destinées à moderniser le cadre juridique français en matière de gestion d'actifs.

Le renvoi à une ordonnance pour procéder à la transposition de la directive OPCVM IV présente pour le législateur de nombreux avantages. La rapidité de cette procédure d'élaboration de normes ainsi que l'absence de débats et de contestations parlementaires seront utiles pour respecter le calendrier d'entrée en vigueur de la directive, fixé au 1^{er} juillet 2011. En outre, la technicité de certaines questions relevant de la directive OPCVM dépasse le cadre des discussions parlementaires : les modalités de transposition de la directive OPCVM IV sont discutées par les professionnels au plan européen et au plan national, ce qui ne laisse que peu de marge de manoeuvre au législateur français. Les choix stratégiques ont déjà été opérés par le parlement européen dans la rédaction de cette directive.

Le second volet ouvert dans cette habilitation est bien plus étendu : le gouvernement est autorisé, « *à prendre les mesures relevant du domaine de la loi, à l'exclusion de toute disposition fiscale destinée à moderniser le cadre juridique français en matière de gestion d'actifs et à améliorer sa lisibilité, en vue de renforcer la protection des investisseurs et des épargnants ainsi que la compétitivité des produits et des acteurs* ». Le lien avec la

²⁰⁹ *Règlement général AMF, livre III, titre II, chapitre III.*

²¹⁰ *DOUVRELEUR Olivier, « Le nouveau cadre réglementaire de la fonction de dépositaire d'Organisme de placement collectif », Bulletin Joly Bourse, Juillet Août 2008, § 39, p. 331.*

transposition de la directive d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières est manifeste²¹¹.

Les quatre axes majeurs d'innovations introduits par cette directive²¹² auront en effet de profondes répercussions en France sur le développement et la restructuration de la gestion d'actifs dans une perspective de concurrence internationale :

– Une simplification et une amélioration de l'information communiquée aux investisseurs avec le (KID) « Key Investor Document » ;

– Une procédure de commercialisation à l'étranger des fonds coordonnés plus simples et plus rapide ;

– La possibilité de gérer des OPCVM dans un État membre différent de l'État d'origine de la société de gestion, via le « passeport de la société de gestion », permettant aux professionnels de réorganiser la domiciliation de leur activité ;

– De nouvelles opportunités transfrontières permettant de réaliser des économies d'échelles et de réorganiser ou rationaliser leurs gammes de fonds (fusions, créations de fonds maître/nourriciers²¹³).

La voie est ainsi tracée pour une restructuration transfrontière de l'industrie française et européenne de la gestion d'actifs. Les effets attendus portent notamment sur une rationalisation des gammes de fonds facilitées par des fusions de fonds établis dans des États membres différents ainsi que par la création des structures maître-nourriciers. Par la mise en oeuvre du passeport « produit » et du passeport « société », les sociétés de gestion pourront plus facilement développer leur clientèle dans un autre État membre sans être contraintes d'y créer des fonds ou une entité. L'industrie française de la gestion d'actifs, qui représente 23 % des parts de marché de la gestion collective en Europe, pourra ainsi s'ouvrir à de nouvelles

²¹¹ *STORCK Michel*, « *Loi de régulation bancaire et financière* », *revue de Droit bancaire et financier*, n°6, novembre 2010.

²¹² *Pour une présentation générale de ces quatre axes*, cf. *RD bancaire et fin.* 2010, janv. 2010, comm. 29, obs. *I. Riassetto*.)

²¹³ *V. Dossier spécial, La réforme de la gestion d'actifs*, *Bulletin Joly Bourse*, mars avril, p.19, p. 154 ; *BUSSIÈRE Fabrice*, *Banque et droit*, n°133, septembre octobre 2010, p.51 ; *STORCK (M.)*, *RTDCom.2010*, p.167 ; *PUEL (S.) et ROGÉY (E.)*, « *La régulation de la gestion d'actifs en chantier à l'occasion de la transposition de la directive OPCVM IV* » *RTDF*, 2010-2, p. 126. *ABISSET (J.)*, *Directive OPCVM : Documents d'informations et commercialisation* », *Bull. Joly Bourse mars avril 2010*, §22, p.173 ; *MASSON David et DAMON Houda*, « *Directive OPCVM : Nouvelles règles, nouveaux défis pour la gestion d'actifs*, *Banque et droit 2010*, *Ernst&Young, Société d'avocats*.

opportunités de développement mais elle sera également soumise à de nouvelles formes de concurrence : des fonds agréés dans d'autres États membres pourront être plus facilement commercialisés en France, de même que des sociétés de gestion établies à l'étranger pourront créer des fonds en France.

Dans cette perspective, le régulateur français a constitué en novembre 2009 un Comité de Place présidé par Jacques Delmas-Marsalet et Jean-Pierre Hellebuyck, qui a rendu en juin 2010 un Rapport intitulé « *états des lieux et perspectives de la régulation de la gestion d'actifs à l'occasion de la transposition de la directive OPCVM IV* ».

Ce rapport retient 14 recommandations centrées sur trois axes stratégiques :

- Assurer une transposition fidèle et littérale de la directive OPCVM IV ;
- Recentrer la régulation de la gestion d'actifs sur le contrôle de la distribution des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières: la régulation devra intensifier ses contrôles de la commercialisation de tous les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières distribués auprès des épargnants français en visant aussi les fonds étrangers et les fonds gérés par des entités non régulées en France ;
- Contribuer au développement de la compétitivité de la place financière française.

Dans ce cadre, le Comité de Place relève qu'il est essentiel de promouvoir au plan international la réglementation française, la gestion d'actifs français et les fonds français, qui sont encore mal connus ou mal perçus des investisseurs internationaux ; il convient aussi d'introduire des aménagements techniques permettant de faciliter la commercialisation internationale de fonds français.

Le régulateur français, qui est directement impliqué dans différents groupes de travail chargés de proposer au gouvernement des mesures destinées à moderniser le cadre juridique français en matière de gestion d'actifs et à améliorer sa lisibilité, a précisé qu'il faudra trouver un point d'équilibre entre le maintien d'un haut niveau de protection des épargnants en France, et un renforcement de l'attractivité du cadre réglementaire afin d'attirer, en France, des investisseurs étrangers et les acteurs de la gestion.

Ainsi, pour éviter les inconvénients que pourraient entraîner une confusion des fonctions, le législateur marocain a réagi dans le sens de cette séparation. Il attache une importance particulière entre l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et la banque dépositaire. Le personnel de ce dernier ne peut en aucun cas travailler également dans les services de l'organe d'administration ou de gestion. Deux personnes morales distinctes doivent exister, une séparation aussi bien juridique que financière est assurée²¹⁴.

À cet égard, l'établissement dépositaire se distingue du conseil d'administration parce qu'il n'a aucun pouvoir de gestion. De même, le dépositaire ne joue pas le rôle de conseil de surveillance.

Cet organe vérifie à la fois la régularité ainsi que l'opportunité de la gestion. L'établissement dépositaire doit se cantonner dans le contrôle de la régularité des décisions et leur conformité à la réglementation en vigueur. Il ne doit pas s'immiscer dans la gestion, par conséquent, il n'a pas pour mission de dénoncer les erreurs de gestion.

L'établissement dépositaire se distingue aussi sans équivoque du commissaire aux comptes chargé de contrôler la comptabilité des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, de la certifier, et plus généralement, de vérifier que la vie sociale se déroule dans des conditions régulières. Comme l'établissement dépositaire ne s'occupe pas de la comptabilité, l'institution du commissaire aux comptes, elle à son tour est loin de la fonction de conservation des actifs.

Enfin, la mission du dépositaire ne se confond pas avec celle de l'autorité de tutelle chargée de contrôler tous les acteurs de la gestion collective qui exercent dans le cadre des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, parmi lesquels figure le dépositaire lui-même.

Deux points importants seront en mesure de nous clarifier sur les contours de cette institution originale des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. D'une part, leurs statuts, ce qui fera l'objet d'un premier paragraphe (1). D'autre part, les missions, et les moyens mis à leur disposition, le second paragraphe en assurera l'analyse (2).

²¹⁴ GUIHAUMAUD (Ph.), « La responsabilité civile du dépositaire d'OPCVM », *Banque et droit*, 1992, n°25, 155.

Paragraphe 1 : Statut de l'établissement dépositaire.

Les personnes morales susceptibles d'exercer la fonction d'établissement dépositaire, ne sont pas membres d'une organisation unique. Elles appartiennent à des professions diverses.

En effet, à côté des établissements des crédits composés des banques et des sociétés de financement, on trouve également la caisse de dépôt et de gestion, les compagnies d'assurances et les sociétés de bourse.

Chaque profession est contrôlée dans le cadre de la législation qui la régie. Mais pour exercer la fonction du dépositaire, ces établissements doivent figurer sur une liste arrêtée par le ministre chargé des finances, après avis du Conseil déontologique des valeurs mobilières²¹⁵.

L'inscription sur la liste donne le droit d'exercer la fonction de conservation. Mais encore faut-il être désigné par un organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

A- Désignation, rémunération et cessation de fonction de l'établissement dépositaire.

Comme cité ci-dessus, notre réflexion à travers ce point nous amène à se pencher sur la manière dont l'établissement dépositaire est désigné (1), comment il est rémunéré (2) et dans quelles conditions sa mission prend fin (3).

1-Désignation de l'établissement dépositaire.

Du point de vue de la forme, le dépositaire des actifs de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières est obligatoirement désigné par les statuts. Sa dénomination doit donc figurer parmi les indications que comporte le projet des statuts, établit par les fondateurs.

²¹⁵ *D'après l'article 38 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. « Le conseil déontologique des valeurs mobilières établit et tient à jour la liste des OPCVM agréées, des établissements dépositaire.....à sa diligence, la liste initiale et les modifications dont elle fait l'objet sont publiées au bulletin officiel ».*

Ce procédé n'offre cependant qu'une garantie d'indépendance insuffisante, puisque dans la plupart des cas, ces fondateurs font partie des responsables de l'établissement dépositaire. On a donc l'impression que les contrôleurs et les contrôlés sont les mêmes. Cette anomalie est difficile à éviter, car généralement l'équipe dirigeante et celle qui a la charge d'assurer la garde des actifs appartiennent à un même groupe, à moins d'instaurer un contrôle judiciaire systématique des désignations.

Ceci peut paraître inutile car le fait que le dépositaire appartienne à des secteurs organisés est un gage d'indépendance. En outre, lors de la demande d'agrément, susceptible de rendre l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières opérationnel, la candidature de l'établissement dépositaire doit être portée à la connaissance du Conseil déontologique des valeurs mobilières. Celui-ci en procédant au contrôle, pourra révéler aux grands publics les réserves que suscite de sa part sa candidature²¹⁶.

Certainement cette désignation, doit faire l'objet d'une publicité, de la part des dirigeants de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, dans tous leurs actes, annonces et documents destinés à être communiqués au grand public²¹⁷.

Du point de vue de fond, le dépositaire doit être un organe unique distinct des organes d'administration et de direction de la société d'investissement à capital variable ou de la société de gestion d'un fonds commun de placement.

D'une part, unique, car au regard de l'importance de la mission qui lui est accordée, à savoir la garde des actifs, ce dernier ne doit pas être accompagnée par d'autres entités. Le principe est donc celui de l'unicité²¹⁸ du dépositaire. À ce niveau se pose donc une question

²¹⁶ Rappelons que d'après l'article 1 de la circulaire n°01/03 précédemment citée, et concernant la convention entre l'établissement dépositaire et l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, celui-ci doit spécifier parmi ses indications l'identité et la qualité des parties. Dans son article 2, il est signalé que l'établissement dépositaire établit une lettre d'acceptation de ses fonctions qui fait partie intégrante du dossier de demande d'agrément.

²¹⁷ Article 37 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. « Les OPCVM doivent faire état dans tous leurs actes, factures, annonces, publications ou autres documents de leurs dénominations, suivie de la mention OPCVM ».

²¹⁸ Ce principe conforte l'architecture du règlement général de l'AMF. Il place le dépositaire au centre de tous les échanges entre l'OPCVM ou la société de gestion de portefeuilles qui le représente, et tous les prestataires de services auxquels l'OPCVM peut avoir recours dans le cadre de ces actifs. Désormais, le dépositaire a une vue d'ensemble sur tous les flux de titres ou d'espèces qui entrent et qui sortent de ses livres. Cette position privilégiée lui est indispensable car elle lui donne les moyens de véritablement mener à bien sa mission de contrôle.

de savoir si le dépositaire peut confier à un tiers tous ou partie des actifs dont il assure la garde. À s'en tenir, aux principes du droit commun, seule, une délégation partielle est possible. Dans ce cas, la responsabilité du dépositaire n'est pas affectée²¹⁹. Toutefois, lorsqu'un teneur de compte conservateur conserve pour le compte d'un investisseur qualifié, au sens des lois et réglementations en vigueur, des instruments financiers émis sur le fondement d'un droit étranger, il peut convenir d'un partage des responsabilités avec cet investisseur.

Le principe est donc celui de la responsabilité pleine et entière du teneur de compte conservateur. Si ce dernier devait ne pas disposer des titres pour quelques raisons que ce soit (utilisation indue, perte), alors même que l'investisseur entendrait donner un ordre de virement de ces titres auprès d'un autre teneur de compte conservateur, il devrait honorer cette demande de virement des titres, en les achetant ou en les empruntant sur le marché. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers prévoit cependant une exception pour les seuls investisseurs qualifiés, au sens du 4° de l'article L.411-2 du code monétaire et financier, et pour les instruments émis sur le fondement d'un droit étranger. Ainsi, un teneur de compte conservateur peut-il prendre un risque sur un mandataire auprès duquel il conserverait des titres émis sur le fondement d'un droit étranger, n'apportant pas une sécurité considérée comme suffisante, en n'assumant pas l'intégralité de ce risque, voire sans assumer du tout ce risque si l'investisseur qualifié le prend à sa charge²²⁰.

D'autre part, l'établissement dépositaire, doit être obligatoirement distinct²²¹ de la société d'investissement à capital variable ou de la société de gestion d'un fonds commun de placement et ce, dans un sens, que le premier ne doit pas être uni au second par des liens qui risquent de porter atteinte à son indépendance. Théoriquement, ce principe est valable, mais pratiquement seule l'indépendance juridique est assurée.

En droit communautaire, cette exigence qui est énoncée aux articles 10 et 17 de la directive *UCITS*, est reprise aux articles L. 214-16 et L. 214-26 du Code monétaire et

²¹⁹ *Selon les dispositions de l'article 322-41 du règlement général de l'AMF : « La responsabilité du teneur de compte conservateur vis-à-vis du titulaire du compte d'instruments financiers n'est pas affectée par le fait qu'il mandate un autre teneur de compte conservateur ou qu'un tiers mette des moyens à sa disposition.*

²²⁰ *DOUVRELOUR Olivia, op.cit. p.338.*

²²¹ *Cette exigence qui énoncée aux articles 10 et 17 de la directive UCITS, et reprise aux articles L. 214-16 et L. 214-26 du code monétaire et financier. Elle est essentielle dans la mesure où elle met l'accent sur le schéma organisationnel qui caractérise toute l'industrie de la gestion d'OPCVM en Europe.*

financier. Elle est essentielle dans la mesure où elle met l'accent sur le schéma organisationnel qui caractérise toute l'industrie de la gestion d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières en Europe. Ainsi, le dépositaire doit disposer d'une personnalité morale propre mais aussi de moyens à la fois humains et techniques lui permettant de garantir une indépendance essentielle à la réalisation de ces missions de contrôle. Elle lui permet également de s'assurer en toute objectivité de la sécurité des transactions de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et d'agir ainsi au bénéfice exclusif des souscripteurs.

En fait, ce problème de dépendance entre les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et leur établissement dépositaire, est liée à l'origine même de ces structures. En effet, la fonction d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières est double, il doit collecter l'épargne et gérer le portefeuille titre acquis avec cette même épargne. Cette dualité de fonction explique l'originalité des ses fondateurs, la plupart des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières ont été fondés par des établissements de crédit.

À ce titre, l'on peut se demander si les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières ne sont pas trop dépendants de leur unique fondateur.

D'un côté, il n'en est rien car, si la banque a fourni le capital initial nécessaire à leur création, elle n'en reste pas le principal actionnaire. Car une fois l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières entame la procédure d'appel au public, la banque commence à se retirer, en ne conservant qu'un paquet d'actions ou de parts relativement faible.

Mais de l'autre côté, les administrateurs d'un d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ont, dans la majorité des cas, un attachement avec la banque dépositaire. Cette possibilité peut souligner très sensiblement, l'intérêt de la dissociation des fonctions du gérant et du dépositaire, prévus par la loi, pour renforcer la protection des épargnants actionnaires ou porteurs de parts au sein de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

Dans la pratique, on a considéré qu'il ne faisait pas obstacle à ce que l'une de ces deux entités soit une filiale de l'autre.

D'ailleurs, les banques et les sociétés de la bourse, ont créé des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, agréés par le ministre de l'Economie et des finances qui dépendent d'eux.

Certes, cette association constitue un atout considérable pour les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, qui en tant que structure de gestion collective de l'épargne, bénéficient de l'appui de ses fondateurs à travers leur réseau de guichets implantés largement sur l'ensemble du territoire.

En droit marocain toujours, l'établissement dépositaire doit être obligatoirement choisi parmi les personnes morales de nationalité marocaine²²² habilitées à assurer la garde des actifs. L'article 29 du dahir portant loi n°1.93.213, relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières fixe la liste suivante : les banques agréées conformément à la législation qui les régit, la caisse de dépôt et de gestion, et les établissements ayant pour objet le dépôt, le crédit, la garantie, la gestion des fonds ou les opérations d'assurances et de réassurance²²³.

Outre les conditions qui se fondent sur l'idée que le contrôleur et le contrôlé, ne sauraient être une même entité juridique, et ceci, pour éviter que la mission du contrôle soit illusoire, l'établissement dépositaire doit également présenter des garanties suffisantes en ce qui concerne son organisation, ses moyens techniques et financiers, l'honorabilité et l'expérience de ses dirigeants et prendre les dispositions propres à assurer la sécurité des opérations²²⁴.

La responsabilité que le législateur fait peser sur le dépositaire est en effet lourde. Il s'agit en général d'établissements financiers importants, présentant de meilleures garanties vis-à-vis des souscripteurs et des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières qui n'ont souvent qu'une surface financière relativement faible.

²²² *Le dépositaire doit nécessairement avoir son siège au Maroc, même cela n'est pas stipulé par la loi.*

²²³ *Conformément aux dispositions de l'article 29 alinéa 2 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, ces établissements figurent sur la liste arrêtée par le ministre des finances en concertation avec le Conseil déontologique des valeurs mobilières. Ce dernier tient à jour cette liste non laissée.*

²²⁴ *Article 30 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

2-Rémunération.

Les relations qui viennent d'être décrites sont celles qui existent entre la plupart des organismes fondateurs surtout les banques de dépôt, et leur Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Cependant, cela ne veut pas dire que les services rendus par une filiale à une autre sont sans contrepartie.

Par ailleurs, il faut signaler, qu'il y des cas où l'établissement dépositaire est complètement indépendant de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières dont il assure la garde des actifs, aussi bien sur le plan juridique que sur le plan financier²²⁵.

Quels que soit le cas, les dirigeants et les locaux sont généralement différents. Par conséquent, le travail rendu au profit de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières doit être rémunéré.

En fait, la rémunération du dépositaire est décidée par les organes dirigeants de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières qui peuvent s'en remettre à l'assemblée générale. Elle rentre dans la catégorie des frais de gestion de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, qui rappelons-le, englobent l'ensemble des charges d'exploitation. Elle est versée au dépositaire à titre forfaitaire ou proportionnellement à la valeur des actifs déposés.

D'autres parts, le résultat de la gestion est publié chaque jour. Un accroissement de la valeur liquidative est encore la meilleure publicité, surtout si cette performance est supérieure à celle des autres Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Or, si l'intérêt d'une banque est de ne pas avoir de valeurs médiocres dans son portefeuille, son intérêt est aussi est de ne pas être fondatrice d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières dont la tenue boursière est décevante. Pour cette raison,

²²⁵ *Pratiquement la mission du dépositaire des OPCVM non lié à des établissements bancaires, est assurée par des organes indépendants.*

l'obligation technique du calcul quotidien de la valeur liquidative est sans aucun doute, le meilleur garant de la déontologie financière.

3- Cessation des fonctions du dépositaire.

Les fonctions de l'établissement dépositaire prennent fin suite à une révocation. Cependant afin de garantir son indépendance et sa stabilité, le dahir marocain de 1993 subordonne la validité de cette mesure à deux séries de conditions :

D'une part, la révocation ne peut intervenir pour n'importe quel motif ou « *à fortiori* », c'est-à-dire « *ad-nutum* ». Elle suppose que sa responsabilité soit engagée. Le domaine d'élection de cette responsabilité est très vaste.

En effet, l'établissement dépositaire est responsable individuellement ou solidairement avec la société d'investissement à capital variable ou l'établissement de gestion envers les tiers ou les porteurs de parts, soit des infractions aux dispositions légales ou réglementaires applicables aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, soit de la violation des statuts, soit de leurs fautes.²²⁶

La faute doit s'entendre plus restrictivement en matière de responsabilité civile. Elle semble supposer que l'établissement dépositaire a agi de mauvaise foi dans l'exercice de sa mission légale, surtout en matière de protection des souscripteurs.

D'autre part, la révocation n'est pas de la compétence des dirigeants, qui ont pourtant procédé à la désignation de l'établissement dépositaire, ni de celle de l'assemblée générale des actionnaires. Elle est prononcée par une décision judiciaire.

L'action en révocation est intentée par tout porteur de parts qui saisit le tribunal, par une demande, de l'une des actions en responsabilité évoquées ci-dessus. On remarque ici un

²²⁶ Article 70 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

effacement de la souveraineté de la décision collective au sein de l'assemblée, au détriment d'un renforcement d'un pouvoir individuel des actionnaires ou porteurs de parts²²⁷.

L'essentiel c'est que cette révocation permet d'écarter l'établissement dépositaire suspect de manque de compétences ou surtout d'impartialité à l'égard des dirigeants, même ce cas reste une hypothèse d'école. Car il faut le dire encore, les personnes morales chargées d'assurer la garde des actifs pour le compte de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières sont également régies par des lois qui leur sont propres. Là aussi, il faut rappeler que dans sa mission de contrôle, l'établissement dépositaire doit prendre toutes les mesures nécessaires pour prévenir les intérêts des souscripteurs.

Eu égard, à l'importance considérable des missions qui lui sont confiées, la cessation des fonctions de l'établissement dépositaire produit des conséquences particulières à l'égard de l'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

En effet, le changement du dépositaire impose une modification des statuts de la société d'investissement à capital variable ou de règlement de gestion, décidée par les fondateurs, et le Conseil déontologique des valeurs mobilières devra donner son agrément à cette décision d'importance²²⁸.

De ce fait, le remplacement doit avoir lieu sans délai à la demande de la société d'investissement à capital variable ou la société de gestion dans les mêmes formes et conditions que celles d'une première demande de création²²⁹.

En attendant sa substitution, l'établissement défaillant reste engagé. Il doit donc être vigilant et prendre toutes les mesures nécessaires à la protection des intérêts des épargnants.

²²⁷ Article 71 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

²²⁸ Article 32, 33, 34 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

²²⁹ Article 45, alinéa 1 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Passé un délai de deux mois, à compter de la date de la requête, la proposition faite par les fondateurs est réputée non approuvée, par conséquent, l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières est dissout de droit²³⁰.

Par ailleurs, l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières est également dissoute de droit, si les dirigeants n'ont pas proposé un nouvel établissement dépositaire au Conseil déontologique des valeurs mobilières à l'expiration d'un délai d'un mois à compter de la date de la cessation des fonctions du dépositaire défaillant²³¹.

B) Nature juridique des fonctions de l'établissement dépositaire.

La multiplication des services assurés par l'établissement dépositaire rend la nature juridique qui l'unit avec l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières très discutée.

En effet, la première qualification juridique du dépositaire correspond, à la fonction traditionnelle de conservation des actifs permettant la garde assurée aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, des titres détenus dans leurs portefeuilles. Toutefois le développement accéléré des produits couplés avec la segmentation des services financiers a multiplié les tâches incombant aux dépositaires.

Chacune de ces fonctions, marque une qualification juridique propre à la relation instaurée entre l'établissement dépositaire et l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières qui détient les titres en question. Ces dernières peuvent être regroupées en trois catégories :

La première de ces fonctions est liée à la conservation domestique, correspondant à l'obligation de s'assurer, dans le cadre de l'avènement de la technique de la dématérialisation, de l'exactitude de la comptabilité des titres et de la bonne exécution des règles comptables relatives aux opérations sur titre.

²³⁰ Article 45, alinéa 2 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

²³¹ Article 45, alinéa 3 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

La seconde est relative aux opérations sur titre, c'est-à-dire tous les services liés à la vie des titres dont l'établissement assure la garde, notamment l'encaissement des dividendes, l'information sur certains événements inhérents aux titres, l'exercice de certains droits, et l'accomplissement des actes de dispositions sur les valeurs détenues, en l'occurrence la cession et l'échange.

On troisième lieu, on trouve un ensemble de services accessoires liés aux deux fonctions précédentes et qui recouvrent, la gestion prévisionnelle de flux de trésorerie, le service prêt et emprunt des titres ou encore le dénouement et la livraison des valeurs dans les délais convenus.

En réalité, il faut dire que l'ensemble des tâches, évoquées ci-dessus recouvre une seule et même mission : le contrôle du gestionnaire.

On pourrait remarquer que la fonction du contrôle n'est que l'accessoire de la fonction traditionnelle de la garde des actifs, et qu'une bonne conservation de ces derniers nécessite que les interventions du gestionnaire soient régulières.

De ce fait, l'on peut donc conclure que l'étendue et les effets de la responsabilité des dépositaires envers les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont déterminés d'après les règles générales du dépôt.

En revanche, comme le dépositaire garde pour l'essentiel des valeurs mobilières dématérialisées, il ne reçoit pas véritablement de dépôt au sens des principes de droit civil²³². En effet la conservation juridique n'implique, contrairement au contrat de dépôt, aucune détention de la chose, par ailleurs, l'obligation de restitution, pourtant essentielle au dépôt est écartée à ce niveau.

Aussi, faut-il conclure que le dépositaire est investi d'un mandat aux termes duquel il doit assurer la surveillance des décisions prises par le gestionnaire dans l'intérêt des porteurs de parts²³³.

²³² Article 783 du dahir des obligations et contrats marocain (DOC).

²³³ Contrat de mandat de droit commun, articles 879 et 958 du dahir des obligations et contrats (DOC).

Cette qualification est critiquable, car le dépositaire effectue des vérifications alors que le mandataire conclut des actes juridiques au nom et pour le compte de son mandant. Bien, ici, plus l'établissement dépositaire n'est pas nommé par les fondateurs de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

Le contrat de louage d'ouvrage est une autre analyse contractuelle à soutenir pour qualifier la relation juridique qui unit le dépositaire à l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Il présente le mérite d'assimiler le dépositaire à une entité conservant son indépendance dans l'exécution de sa tâche²³⁴.

Toutefois, cette qualification correspond de moins en moins à la pratique. D'un côté, le dépositaire est souvent le promoteur de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, de l'autre côté, les relations qui l'unissent avec l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières sont fixées par la loi.

Il faut donc dire que la mission générale du dépositaire, qui dans certains cas incite à une assimilation avec le commissaire aux comptes, rend difficile à cerner la nature précise de ses relations avec l'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et, donc avec le gestionnaire.

À côté de la responsabilité contractuelle reconnue séparément à chaque organe (administration, gestion, dépositaire), celle-ci se prolonge également au sein de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

En effet, le contrôle exercé est de nature à engendrer une responsabilité solidaire découlant d'un ensemble de fautes indivisibles, identiques à la responsabilité pour faute commune commise au sein d'un même organe décisionnel, comme l'a prévu la loi 17/95 sur les sociétés anonymes à propos de la responsabilité collective des administrateurs au sein du conseil d'administration.

²³⁴ *Contrat de louage d'ouvrage, articles 723 à 780 du dahir des obligations et contrats (DOC).*

C) Le dépositaire et les autres notions voisines.

L'établissement dépositaire, connu aussi dans la pratique par le terme dépositaire, est un des acteurs dont la présence est nécessaire pour le bon fonctionnement de la gestion collective dans le cadre des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, structure corporative d'accueil de l'épargne. Sa définition et son rôle sont encadrés par le texte.

Dans le pratique, d'autres notions font leur apparition et créent, par conséquent une confusion avec celle de l'établissement dépositaire. En effet, à la lecture du texte, l'apparition de ces notions n'est pas évidente. Elles ne sont pas définies par la loi, par conséquent, leur rôle n'est pas envisagé.

Cependant, elles sont connues des souscripteurs et des tiers, puisque ces notions figurent sur la note d'information et la fiche signalétique, véritables cartes d'identités exigées des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Quatre de ces notions méritent des éclaircissements, il s'agit bien entendu du promoteur (1), le conservateur (2), le distributeur (3) et les conseillers en investissements (4).

1-Le promoteur.

La notion du promoteur en matière d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières n'est pas évidente à cerner. Le législateur marocain dans le circulaire n°03/95 relative à la note d'information et à la fiche signalétique prise pour préciser l'application des dispositions des articles 86²³⁵ et 87²³⁶ du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, mentionnant la rubrique promoteur comme devant obligatoirement figurer dans les documents destinés au public.

²³⁵ *L'article stipule expressément : « Après sa constitution et préalablement à l'émission des premières actions ou parts auprès du public, tout, OPCVM, est tenu de soumettre au visa du conseil déontologique des valeurs mobilières une note d'information établie conformément au modèle type élaboré par ce dernier. Après Visa, la note d'information est publiée dans un journal d'annonces légales et tenues à la disposition du public, aux fins de consultation, dans tous les établissements chargés de recueillir les inscriptions ».*

²³⁶ *Selon les dispositions de cet article : « La note d'information mentionnée à l'article 86 du présent dahir portant loi comporte une fiche signalétique, établie conformément au modèle type élaboré par le conseil déontologique des valeurs mobilières. Cette fiche doit être à jour et remise à tout souscripteur ».*

La fiche signalétique définit le promoteur comme l'établissement qui prend l'initiative de l'appel public à l'épargne.

Autrement dit, c'est l'établissement qui prend l'initiative de la création de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, par conséquent, de sa commercialisation, c'est-à-dire la réception des souscripteurs et l'exécution des rachats, il peut s'agir de l'établissement dépositaire, l'établissement actionnaire majoritaire de la société de gestion ou de la personne assurant la commercialisation.

En droit français, le promoteur d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ne figure pas dans le code monétaire et financier mais dans une instruction de la COB de juillet 1993, c'est en quelque sorte le chef de fil, l'interlocuteur ultime. Ce concept n'est plus d'actualité, si ce n'est lorsque la société de gestion et le distributeur appartiennent au même groupe²³⁷. Il se dilue et se confond avec le groupe financier au sein duquel est également effectuée la gestion financière de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Ainsi, il est souvent synonyme de « société de gestion » qui est l'entité au sein de laquelle sont traditionnellement concentrés les services qui conçoivent et développent les produits financiers d'épargne collective en fonction des besoins des clients et du marché (service marketing et développement) et qui entreprennent et organisent les démarches de constitution juridique « agrément » de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières auprès de l'autorité de tutelle (AMF)²³⁸.

2- Le conservateur.

Au côté du promoteur, les documents évoqués ci-dessus, doivent également mentionner une rubrique portant sur la présentation de l'établissement conservateur, si ce dernier est différent du dépositaire.

Cette éventuelle dissociation, est susceptible de marquer une ligne de démarcation entre les missions confiées normalement au dépositaire, organe unique des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

²³⁷ RIASSETTO (I.), « *Droit du financement* », éd. Lamy, 2006, n°1847, p. 1026.

²³⁸ DESBARRIERS Nelly, MIGUEL Marie, « *Les OPCVM en France* », éd. Economica, 2008, p.28.

D'un côté, comme son nom l'indique, le conservateur assure la garde des actifs, et de l'autre côté, le distributeur, recouvre la notion d'un organe qui assure la commercialisation.

3- Le distributeur.

La tendance actuelle assure au distributeur un rôle prépondérant. En effet, si l'on s'astreint à un travail de définition, et à défaut du support textuel, on considère le distributeur d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières comme la personne qui assure la commercialisation des parts ou actions d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, dans la mesure où ce dernier sera l'intermédiaire en contact avec l'investisseur et avec l'épargnant. Il constitue donc un maillon essentiel de l'ensemble, en ce sens que bien souvent il constituera l'unique « vitrine » dont il est l'interlocuteur essentiel d'un investisseur soucieux de recourir à l'épargne collective.

Ce développement du rôle du distributeur s'est vu renforcé, tout d'abord par l'avènement de techniques de distribution d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières nouvelles, en phase avec les nouvelles technologies et à l'ère de l'Internet. En France, s'est ainsi développée une forme particulière de distribution « les supermarchés de fonds »²³⁹, plateformes de vente sur Internet qui participent à la démocratisation de la souscription d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et s'inscrivent dans le mouvement plus général de promotion du commerce électronique, d'autre part, la création de formes particulières de distribution par des canaux plus traditionnels cette fois-ci a également contribué à faire du distributeur un acteur certes essentiel, mais également à part, dans le panel des intervenants en matière d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. C'est ainsi que l'on connaît aujourd'hui polymorphe, ce qui ne va pas sans générer quelques difficultés pour en cerner la notion²⁴⁰.

Le distributeur d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières apparaît donc comme un acteur autonome, essentiel en tant qu'interlocuteur privilégié de l'investisseur, dans le schéma de la souscription de ce type particulier d'instruments

²³⁹ GAUBERTI, (A.), « Bilan du développement des supermarchés de fonds en France », JCP, éd. E, 2004, p. 20.

²⁴⁰ Dont on a pu dire qu'elles étaient constitutives d'un particularisme des marchés financiers. Pour une analyse exhaustive de ce particularisme v. X. Lagarde, *Le droit des marchés financiers présente-t-il un particularisme ?* JCP, éd. G, 2005, I, 182.

financiers. Ce constat n'a d'ailleurs pas échappé à la Commission française de commercialisation de l'AFG-ASFFI qui a consacré à cette activité son rapport de 1999²⁴¹.

Ainsi, les recommandations issues de Rapport sur la commercialisation des produits financiers présentés en 2005, à la demande du Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, par Jacques-Marsalet, membre du Collège de l'Autorité des marchés financiers, permettront très certainement de faire évoluer le cadre légal attaché à la fonction de distributeur d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.²⁴²

Dans leur très grande majorité, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont distribués de manière indirecte par les établissements financiers, qui utilisent leurs réseaux intégrés, ou pour des distributeurs indépendants tels que des courtiers d'assurances ou des personnes physiques titulaires d'une carte de démarchage. Les sociétés de gestion assurent sauf exception de façon marginale le placement direct de leurs produits d'épargne collective, elles nouent généralement des accords de distribution avec des entités qui se sont de plus en plus spécialisées dans la diffusion des produits de plus en plus diversifiés.

Les parties matérialisent ces accords par une convention de distribution ou (commercialisation) qui régit le cadre d'intervention du distributeur mais aussi son mode de rémunération. Cette rémunération est généralement constitué de la rétrocession d'une partie des frais de gestion, de commission sur encours et/ou de droits d'entrés ou de sortie préférentiels.

La directive MIF (Marchés d'Instruments Financiers) a conduit à préciser certains éléments relatifs aux conditions de commercialisation des Organismes de placement collectif

²⁴¹ DE RAUCOURT, (A.), « La responsabilité en matière de gestion collective », revue *Banque et Droit*, mars avril 2000, p. 17

²⁴² Pour mémoire, les principales recommandations formulées dans ce rapport portent sur la commercialisation auprès des particuliers de produits d'épargne financière (OPCVM, fonds d'assurance vie) et préconisent d'atteindre les objectifs suivants :

-Assurer une information plus pertinente sur les produits proposés, notamment par une simplification des documents remis.

-Mieux gérer la commercialisation dans les réseaux de distribution de produits financiers.

-Fournir au client un conseil adapté à sa situation individuelle.

-Préserver l'impartialité du conseil et son objectivité.

-Responsabiliser les différents acteurs de la commercialisation.

-Améliorer le service après-vente, notamment en favorisant le traitement amiable des litiges.

en valeurs mobilières. Pour rappel, cette directive du 21 avril 2004 dite à l'origine MIFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), transposée en France en novembre 2007, couvre la réglementation applicable en matière de prestation de services d'investissement. Même si cette directive impacte principalement les règles de fonctionnement des marchés boursiers européens réglementés (avec en particulier la fin du monopole de négociation de valeurs mobilières cotées par les seules bourses de valeurs), les activités liées aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont concernés par cette directive.

En effet, la directive prévoit l'obligation pour les prestataires de services d'investissement de garantir à leur client la transparence de l'information et la meilleure exécution des ordres, qui couvre non seulement les ordres de la bourse, mais aussi les ordres de souscription et rachats de parts d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Ainsi, les règles de bonne conduite applicables en la matière s'appliquent aux acteurs impliqués dans la commercialisation des d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières notamment :

- La classification préalable du client (non professionnel, professionnel, contrepartie éligible),
- L'information préalable du client sur les conditions et la nature du placement,
- L'évaluation par le commercialisateur du caractère adapté de l'investissement proposé par rapport au profil de l'investisseur,
- L'information précise du souscripteur sur les rémunérations versées ou reçues de tiers en lien avec la fourniture de services d'investissement²⁴³.

4- Les conseillers en investissement.

Les conseillers en investissement, dont le statut est issu de la loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière (L. 541-1 du code monétaire et financier) ne font que du conseil et ne peuvent recevoir d'autres fonds que leur rémunération. Ils peuvent être à l'origine de la souscription de parts ou d'actions d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières par les conseils prodigués.

²⁴³ DESBARRIERS Nelly, MIGUEL Marie, « Les OPCVM en France », *ouv.cité* p.28.

Le prospectus complet doit comporter des indications sur les entreprises du conseil ou les conseillers en investissement, pour autant que le recours à leurs services soit prévu par contrat directement ou pour le compte de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Ces informations portent sur l'identité, la nationalité, l'existence de l'agrément du conseiller ainsi que les éléments du contrat conclu avec la société de gestion ou la société d'investissement à capital variable de nature à intéresser les investisseurs, à l'exclusion de ceux relatifs aux rémunérations (nature de la prestation du conseil, actifs concernés). Ainsi, le conseiller n'est pas amené à prendre des décisions pour le compte de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, qui relèvent de la compétence et de la responsabilité de la société d'investissement à capital variable ou de la société de gestion²⁴⁴.

Ceci étant, il faut dire que pratiquement et dans la grande majorité des cas, c'est le promoteur fondateur de l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières, qui continue d'assurer à la fois la conservation, ainsi que la commercialisation sous une seule et unique dénomination : celle de l'établissement dépositaire.

Paragraphe 2 : Missions et moyens de l'établissement dépositaire.

Deux fonctions essentielles sont remplies par l'établissement dépositaire. La première concerne la garde des actifs de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières (A), la deuxième d'une importance particulière, amène le dépositaire à contrôler le respect des règles de gestion en vigueur par les organes de gestion (B).

A) La garde des actifs.

Suivant les termes de l'article 9 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes collectif en valeurs mobilières, la garde des actifs correspond au rôle essentiel des établissements dépositaires. En effet, les instruments financiers dont les organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont titulaires et qui font partie de leur portefeuille, sont conservés et administrés dans un compte titre détenu auprès d'un établissement teneur de compte.

²⁴⁴ *Instruction COB, nov. 2003, 1-2 Acteurs.*

Ici le terme « garde » est trompeur. Il renvoie à l'idée de dépôt de la chose, par conséquent, à celle de matérialisation. Or, aujourd'hui, la réalité est tout autre, dans la mesure où la garde d'actifs financiers porte quasi exclusivement sur des instruments financiers sans existence matérielle²⁴⁵.

La conservation matérielle est remplacée par la conservation juridique marquée par une inscription en compte²⁴⁶.

Ainsi, avant de passer en revue l'ensemble des droits et obligations nées de cette mission, et qui incombent aux établissements dépositaire (2), notre réflexion nous amène à analyser, dans un premier temps, les incidences de la dématérialisation sur le régime juridique de la garde de titres (1).

1-Les incidences de la dématérialisation sur la mission de garde des actifs.

Pendant la période antérieure à l'instauration de la technique de dématérialisation, les titres étaient matériellement créés. De ce fait, la qualification de l'opération de garde des actifs par un contrat de dépôt ne faisait l'objet d'aucune discussion. Par conséquent, les règles édictées par le dahir des obligations et contrats (DOC) au titre du contrat de dépôt s'appliquaient.

À s'en tenir, aux termes de l'article 781 du dahir des obligations et contrats, « *Le contrat de dépôt est un acte par lequel le dépositaire reçoit la chose du déposant à charge pour lui de la garder ou de la restituer en nature. Ce contrat ne peut porter que sur des choses mobilières et suppose le transfert, la tradition des biens déposés* ».

Le contrat de dépôt est conclu « *intuitu personae* » par l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et l'établissement dépositaire. Ce contrat est révocable à tout moment par l'une des parties. Par application du droit commun des contrats par l'une des

²⁴⁵ COSCAS Gérard « *Mémento des marchés monétaires et financiers* », collection *Banque et Stratégie*, éd. SEFI, p. 312.

²⁴⁶ Dahir n°1.96. 246, du 29 chaâbane 1417 (9 janvier 1997) portant promulgation de la loi n° 35/96 relative à la création d'un dépositaire central et l'institution d'un régime général de l'inscription en compte de certaines valeurs.

parties, de même que l'absence de motifs légitimes, ouvrent droit à indemnisation au profit de la partie ayant subi un dommage²⁴⁷

À cette remise effective, correspond une obligation de restitution qui impose au dépositaire de restituer le bien dans son individualité. Néanmoins, avec l'avènement de la dématérialisation, la construction juridique évoquée ci-dessus, n'est plus d'actualité.

En effet, la remise par tradition et la restitution à l'identique sont inconcevables lorsqu'il s'agit de valeurs dématérialisées, dont l'existence se traduit par une simple inscription en compte chez un intermédiaire financier, qui est lui-même titulaire d'un compte courant, titre ouvert auprès de « Maroclear²⁴⁸ », à l'image de « Euroclear France » ex Sicovam-Paris, dépositaire central où sont centralisées tous les titres dématérialisés et qu'il conserve pour le compte de ses affiliés.

Cette réforme a pour conséquence de substituer à la création matérielle des titres, leur inscription en compte. Autrement dit, transformer les titres créés sous une forme physique en valeurs scripturales. Elle a modifié de manière substantielle la nature juridique des valeurs admises aux opérations du dépositaire central, qui, de bien corporelles deviennent des droits incorporels, par conséquent, selon les termes de la même loi de dépositaire, l'intermédiaire est devenu teneur de compte.

2-Droits et obligations de l'établissement dépositaire en matière de garde des actifs.

Le législateur marocain n'a pas donné de précision sur ce devoir de garde. De ce fait, l'on s'aperçoit qu'un raisonnement par analogie s'impose.

En effet, la protection organisée au profit du déposant dans le cadre du contrat du dépôt, régie par les principes droit commun, est applicable aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières titulaires des titres dématérialisés.

²⁴⁷ RIASETTO Isabelle, STORCK Michel, « OPCVM », *op.cit.*, p.132.

²⁴⁸ Dénommé « Maroclear », le dépositaire central a été institué en Janvier 1997, par la loi n° 35 /96, sous forme de société anonyme au capital de 20. 000. 000 Dhs repartie entre l'Etat 55%, (Trésor 25%, Bank Al Maghrib 20%, caisse de dépôt e de gestion 10%) et le secteur privé 45%(GPBM 25%, FMSAR 15%, SBVC 4%. Son conseil d'administration est présidé par le ministre des finances et vice présidé par le gouverneur de Bank al Maghrib et le président du GPBM, CDG, FSMAR et SBVC.

C'est à travers cette analyse pragmatique, couplée des conditions et modalités de l'habilitation des établissements teneurs de compte, ainsi que celles d'exécution de la prestation, édictées par la loi 35/96, et le règlement général du dépositaire central, que l'on essayera de mettre en exergue les obligations imposées aux établissements dépositaires dans le cadre de leur mission de garde des actifs d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

a) Au niveau d'attributions.

a 1) Obligation de conservation.

Qu'entend-on par conservation des actifs ? L'instruction COB de 1993 apportait déjà la réponse suivante à cette question : « l'établissement exerçant la fonction de conservation des actifs, (...) doit ouvrir au nom de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières un compte espèces et un compte de titres, ainsi, que tout compte nécessaire à la tenue des positions sur les marchés dérivés que la réglementation adoptée par l'Autorité des marchés financiers pour mettre à jour l'instruction de 1993 et entrée en vigueur en janvier 2008 a dû redéfinir, à la lumière de l'évolution des concepts (notamment de celui de tenue de compte conservation) et des instruments financiers (notamment le développement des instruments financiers à terme). Le concept de conservation des actifs est resté fidèle à la démarche empruntée par l'instruction COB de 1993. L'article 323-4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose ainsi : « Au titre de la conservation des actifs d'un Organisme de placement collectif, le dépositaire exerce :

1° La tenue de comptes conservation des instruments financiers mentionnés au 1° à 3° du 1 de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier, à l'exclusion des instruments financiers nominatifs purs ;

2° La tenue de positions des actifs de l'Organisme de placement collectif autres que les instruments mentionnés aux 1° et des instruments financiers nominatifs purs ». Le même article ajoute : le dépositaire ouvre dans ses livres au nom de l'Organisme de placement collectif un ou plusieurs comptes espèces qui enregistrent et centralisent les opérations en espèces de l'Organisme de placement collectif, un ou plusieurs comptes d'instruments

financiers, ainsi que tout autre compte nécessaire à la conservation des actifs de l'Organisme de placement collectif.

Deux concepts nouveaux sont introduits : celui de tenue de comptes conservation et celui de compte d'instruments financiers. Les instruments financiers concernés par la tenue de position sont les instruments financiers à terme mentionnés aux 4° de l'article L.211-1 comporte un 5° qui couvre les deux catégories précédentes : « *Et tous instruments financiers équivalents à ceux mentionnés aux précédents alinéas, ainsi que les droits représentatifs d'un placement financier dans une entité, émis sur le fondement d'un droit étrangers* ».

À cet égard, l'établissement dépositaire est tenu envers les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières d'une obligation de garde de titres qui lui sont confiés. L'établissement doit assurer sa mission avec diligence.

Cette conservation est à la fois matérielle, pour les titres non encore admis aux opérations de « Maroclear » et juridique pour ceux qui bénéficient d'un régime générale de l'inscription en compte.

La garde recouvre aussi bien les actions ou parts d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières détenus par les épargnants, que l'ensemble des titres compris dans leurs actifs.

Au-delà de la stricte conservation des titres, l'établissement dépositaire est amené à accomplir d'autres actes susceptibles d'assurer la plénitude de sa mission de conservation.

En effet, l'établissement dépositaire effectue, dans les deux jours ouvrés qui suivent le calcul de la valeur liquidative du vendredi²⁴⁹, le rapprochement entre le portefeuille obtenu de la société d'investissement à capital variable et les titres inscrit au compte de cette dernière. Toujours dans le même cadre, et à chaque calcul de ce quotient de la valeur de l'actif par rapport au nombre des parts en circulation, le dépositaire contrôle le montant des espèces détenues par l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières au regard des mouvements ayant affecté son compte.

²⁴⁹ Article 68 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Toutefois, ici il s'agit d'une obligation négative, et sous réserve des dispositions légales permettant, dans certains cas, le prélèvement d'office sur un compte espèces, le dépositaire ne peut utiliser les actifs dont il assure la conservation sans instruction provenant de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières concerné. Un inventaire relatant les actifs détenus par l'organisme est établi et certifié à cet égard, au moins une fois par trimestre à la diligence de l'établissement dépositaire.

Dans le cadre de sa tâche relative au traitement et à l'enregistrement des opérations, l'établissement dépositaire reçoit les souscriptions et les rachats des parts d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières qui lui sont adressés de façon individuelle, par les épargnants ou globale par l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ou l'organisme auquel aura été délégué la centralisation des ordres. Il assure également tous encaissements et paiements²⁵⁰.

Toujours en relation avec les services annexés à l'obligation de conservation, l'établissement dépositaire veille à ce que l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières l'informe de l'exécution des ordres d'achat et de ventes de titres, par une société de bourse de la place, et ce au plus tard, à la fin de la journée. Il tient à cet effet, un relevé chronologique qui relate l'ensemble des opérations²⁵¹.

C'est aussi, en vertu d'un mandat considéré comme tacite ou par l'entremise de la convention liant l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et le dépositaire, que ce dernier est en charge de procéder à l'exécution des ordres relatifs à l'exercice de souscription et d'attribution attachés aux valeurs comprises dans les actifs de la société, et de veiller à la régularité de ces ordres et à leur conformité avec les dispositions légales et réglementaires.

²⁵⁰ Article 67 alinéa 1 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

²⁵¹ Article 67 alinéa 2 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

a 2) Obligation d'information.

Dans le cadre de la politique d'information strictement encadrée par la réglementation en vigueur et qui contribue à protéger les intérêts des investisseurs, l'établissement dépositaire est tenu, au titre de cette obligation, de prendre toutes les précautions nécessaires susceptibles d'assurer une bonne information. Cette dernière doit toucher à la fois les actionnaires et les porteurs de parts, ses organes de gestion et enfin le Conseil déontologique des valeurs mobilières.

- Information des actionnaires ou porteurs de parts de l'OPCVM.

Au titre de cette obligation, l'établissement dépositaire doit mettre à la disposition des actionnaires ou porteurs de parts d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, à leur demande, l'ensemble des informations leur permettant de mieux connaître l'entité ciblée et apprécier les performances ainsi réalisées. Il s'agit en l'occurrence de la fiche signalétique, les statuts de la société d'investissement à capital variable et le règlement de gestion de fonds commun de placement, le rapport semestriel, la note d'information, le rapport annuel et l'affichage de la valeur liquidative. Un inventaire relatant les actifs détenus par l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, établi et certifié, au moins, une fois par trimestre, est également mis à leurs dispositions.

Un bordereau par lequel les actionnaires ou porteurs de parts, donneurs d'ordre, sont informés de l'exécution effective de la souscription demandée à l'établissement dépositaire, leur est également envoyé. Baptisé, avis d'opérés, ce document affiche la souscription reçue ou le rachat effectué à la valeur liquidative, majorée ou minorée, selon les cas des commissions visées à l'article 73²⁵² du dahir portant loi n°1.93.213. À cet égard, l'établissement dépositaire veille, au niveau de ses propres guichets de commercialisation, soit clairement affichés, tel qu'indiqué dans la note d'informations. Rappelons que cet affichage doit intervenir au plus tard le lendemain du jour de son calcul²⁵³.

²⁵² Selon les dispositions de cet article : « Des commissions peuvent être perçues à l'occasion de la souscription ou du rachat des actions ou parts d'OPCVM ».

²⁵³ Article 68 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

- *Information de l'organe de gestion.*

De la même manière que les actionnaires ou porteurs de parts, les gestionnaires des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont également informés à travers un avis d'opéré, de l'exécution effective de leurs ordres sur un marché réglementé (marché monétaire, boursier, organismes de placement collectif en valeurs mobilières).

En relation avec sa mission relative aux traitements et aux enregistrements des opérations, l'établissement dépositaire communique avec diligence, aux instances de la société d'investissement à capital variable et l'établissement dépositaire (gestionnaire), les souscriptions et les rachats reçus de façon individuelle ou globale.

Il appartient également à l'établissement dépositaire d'informer l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières de l'existence des opérations sur titres, telles que les augmentations de capital ou les offres publiques d'achat, pour qu'il puisse effectuer son choix.

À cet égard, et pour mener à bien sa tâche d'information, l'établissement dépositaire tient un relevé chronologique des opérations réalisées pour le compte de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, et établit au moins, une fois par trimestre, l'inventaire des actifs gérés par ses instances.

Au-delà de l'obligation d'information qui vient d'être définie, l'établissement dépositaire se voit charger, dans le cadre de l'application de fondement de la gestion d'affaires, de se substituer au gestionnaire de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières pour prendre des initiatives relatives à la vente des droits des souscriptions attachés à des titres détenus dans son portefeuille, afin d'éviter une éventuelle perte de ces derniers²⁵⁴.

Rappelons que ce genre d'opération impose une décision de souscripteurs dans un laps de temps limité. Bref, il faut dire que le dépositaire est tenu d'informer, par écrit et dans les meilleurs délais de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières des événements affectant la vie des titres, dans la mesure où il a eu connaissance.

²⁵⁴ *Cette autorisation est confirmée par la jurisprudence française : cass.com, 3 septembre 1952, banque, 1953, page. 42.*

Ainsi, au plus tard le lendemain du jour où il a effectué ses contrôles, l'établissement dépositaire avise par écrit l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières des éventuelles anomalies qu'il aurait relevées tout en demandant leur régularisation et précisant le délai, en cas de dépassement, le dépositaire met en demeure l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières de ne plus donner d'ordre qui pourrait aggraver le dit dépassement. Si à l'expiration du délai imparti, la régularisation n'a pas été effectuée, l'établissement dépositaire adresse un deuxième courrier à l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières exigeant le rétablissement immédiat de la situation. Il en informa immédiatement l'autorité de la tutelle et le commissaire aux comptes. Un accusé de réception de la part de la société d'investissement à capital variable ou l'établissement de gestion étant exigé, pour chacun de ces courriers. Cet accusé devra lui être remis, au plus tard, le lendemain de la réception du courrier.

- Information de l'autorité de tutelle.

Dans le souci de rendre plus transparents, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, structures corporatives de la gestion collective de l'épargne publique, et dans le cadre de sa mission de contrôle du marché financier en général, l'autorité de tutelle, exige un certain nombre d'informations par l'entremise des instances de l'établissement dépositaire. On cite à ce niveau : un inventaire certifié des actifs de chaque Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, envoyé trimestriellement et un tableau de bord relatant l'ensemble des statistiques hebdomadaires et mensuelles mis à la disposition des organes de gestion, qui à leur tour les transmet à l'autorité de tutelle.

L'établissement dépositaire met également à sa disposition le manuel des procédures, ainsi que le registre des contrôles, dans lequel est consigné le travail de vérification effectué par le dépositaire ainsi que les résultats obtenus. Ce registre doit permettre à l'établissement à tout moment, un rapprochement entre le contrôle qui lui incombe et ceux qu'il a effectivement réalisés. Enfin le Conseil déontologique des valeurs mobilières peut exiger toute autre information qui lui semble utile pour mener à bien sa mission de contrôle.

a 3) Obligation de restitution.

Ici, cette obligation doit être perçue quelque peu différemment, étant donné, comme déjà vu, la dématérialisation des titres gardées. En effet, s'il ne peut être question de restitution physique des titres, l'établissement dépositaire doit être en mesure de répondre à tout moment, à une demande de gestionnaire de transfert, par virement de compte à compte, les titres inscrits à son compte chez un autre intermédiaire. Ce transfert à première demande équivaut à la notion ancienne de restitution.

En droit communautaire, il pèse sur tout dépositaire d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières une obligation de garde des actifs. Cette obligation figure aux articles 7 paragraphe 1 et 14 de la directive OPCVM I (Dir.85/611/CEE, 20 déc.1985, mod.), ainsi qu'aux articles 22 paragraphe 1 et 32 paragraphe 1 de la directive OPCVM IV (Dir.2009/65/CE 13 jui.2009) selon lesquels « *la garde des actifs de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières doit être confiée à un dépositaire* ». Cette notion n'étant pas harmonisée, différentes acceptions nationales de la garde sont concevables et toutes ne postulent pas l'existence d'une obligation de restitution en toutes circonstances²⁵⁵.

En droit français, la notion de garde des actifs de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières comporte une obligation de conservation²⁵⁶, ainsi qu'une obligation de restitution lorsque les actifs composant les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont des titres financiers. L'article 323-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers renvoie à l'article 322-4,3°, de ce règlement en vertu duquel le teneur de compte conservateur « respecte en toutes circonstances, les obligations suivantes ;(...) 3° le teneur de compte à l'obligation de restituer les instruments financiers inscrits en compte ». Cette dernière est une obligation de résultat pour le teneur de compte conservateur, qui engage sa responsabilité du simple fait que l'obligation n'ait pas été exécutée, sauf si ce dernier arrive à prouver la survenance d'un cas de force majeure²⁵⁷.

²⁵⁵ *Pour un panorama V. CESR, Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries, January 2010, CESR/09-175 ; European Commission, Internal Market and Services DG, Financial services policy and financial market, Asset Management, Feedback statement – Summary of responses to UCITS depositaries. Consultation paper, 2009; CESR response to the European Commission's consultation on the UCITS depositary function, 16 sept.2009, réf. CESR/09-781).*

²⁵⁶ *AMF, RG, art.322-1 et s. sur renvoi de l'article 323-3 ; spécialement art.322-4, 1°).*

²⁵⁷ *DUSSART Sébastien, RODRIGUEZ Fannuz, MIRIASI Thouch, « La restitution des actifs par le dépositaire », Bulletin Joly Bourse, Novembre Décembre, 2008, § 68, p. 542.*

Il convient de remarquer que cette analyse ne s'applique pas aux titres nominatifs purs et aux contrats à terme pour lesquels la réglementation se réfère à la notion de tenue de position²⁵⁸. Cette dernière consiste à établir un registre des positions ouvertes sur ses actifs destinés à enregistrer leurs mouvements, afin d'en assurer la traçabilité²⁵⁹. Il convient de rappeler que lors de la dématérialisation des valeurs mobilières intervenue en 1981, le législateur a souhaité conférer à un acheteur d'instruments financiers un droit identique à celui dont il bénéficiait lorsqu'elles circulaient sous une forme matérialisée, à savoir un droit de propriété²⁶⁰.

À ce titre, le dépositaire d'actifs d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières est tenu d'une obligation de restitution immédiate et en toutes circonstances des actifs qu'il a sous sa garde, hors le cas d'une dérogation contractuelle autorisée par le Code monétaire et financier. Telle est la solution radicale adoptée, le 4 mai 2010, par trois arrêts très attendus de la chambre commerciale de la Cour de cassation dans l'affaire « Lehman Brother »²⁶¹.

Il convient de d'observer que les arrêts du 4 mai 2010 ne rattachent guère expressément l'obligation de restitution au droit commun de dépôt²⁶². Il n'y a donc pas lieu d'en inférer une quelconque prise de position de la Haute juridiction sur ce point, bien qu'il eût été intéressant qu'elle se prononça, car la question est discutée. Une première analyse²⁶³, fait en effet, découler l'obligation de restitution de la convention de dépôt du Code civil.

²⁵⁸ AMF, RG, art.323-16 et 323-17.

²⁵⁹ AMF, RG, art.323-4.

²⁶⁰ Article L. 431-2 du Code monétaire et financier.

²⁶¹ Pour mémoire, deux dépositaires d'actifs d'OPCVM de gestion alternative (FCP à règles d'investissement allégées à effet de levier – OPCVM ARIA EL, les sociétés RBC Dexia et Société générale, avaient eu recours, pour financer leurs activités, aux services d'un prime broker, Lehman Brothers International Europe (LBIE), à qui ils avaient confié les actifs des OPCVM en nantissement assorti d'un droit d'utilisation sur ces derniers en garantie des créances que LBIE pouvait avoir sur l'OPCVM. À la suite de l'annonce de la faillite de ce dernier, les sociétés de gestion de ces FCP ont sollicité des dépositaires la restitution des actifs confiés au prime broker afin de pouvoir satisfaire à des demandes de rachat émanant des porteurs de parts. Les dépositaires s'y sont opposés en invoquant l'existence d'une clause de décharge de cette obligation de restitution. Saisie d'un recours en annulation à l'encontre d'injonctions adressées par le collège de l'AMF aux dépositaires de mettre fin à leur refus de restitution, la cour d'appel de Paris a refusé de leur donner gain de cause. Leur pourvoi est rejeté par la cour de Cassation au motif que « le dépositaire qui a reçu pour mission d'assurer la conservation des actifs de l'OPCVM dont il a la garde, est tenu en toutes circonstances, même s'il en a confié la sous conservation à un tiers, d'une obligation de restitution immédiate de ces actifs en vertu de dispositions d'ordre public destinées à assurer la protection de l'épargne et le bon fonctionnement des marchés financiers. (Revue de droit bancaire et financier, Revue bimestrielle Lexis nexis juriclasser, juillet août 2010, commenté par Isabelle Riassetto).

²⁶² Code civil, art.1915 et s.

²⁶³ LIBCHABER, (R), « Le dépôt d'instruments financiers : Droit et patrimoine », mai 2000, n°82, p.89. RD Bancaire et financier 2008, comm.92, note A.C. Muller.

D'autres voient au contraire dans la conservation des titres un contrat d'entreprise²⁶⁴ ou un contrat sui generis²⁶⁵ auquel s'ajoute un contrat de mandat ou de commission²⁶⁶. Il est vrai que depuis la dématérialisation, on ne « conserve » plus des écritures comme on conserve des titres papier²⁶⁷.

Toutefois, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers prévoit que lorsqu'un teneur de compte conservateur conserve pour le compte d'un investisseur qualifié des instruments financiers émis sur le fondement d'un droit étranger, un partage de responsabilités peut être convenu entre le teneur de compte conservateur et l'investisseur qualifié²⁶⁸. Pour offrir un service de conservation mondial, le teneur de compte conservateur fait appel à des *custodians* locaux, qui assurent la conservation des titres. Dans cette situation, le teneur de compte conservateur, ne dispose pas toujours, dans le cadre de ses relations avec ses *custodians* d'un droit lui permettant d'opposer le droit de propriété acquis à l'investisseur en droit français.

En effet, si dans ses rapports avec son teneur de compte conservateur français, un investisseur qui achète des titres de droit anglais peut arguer un droit de propriété sur ces titres, le teneur du compte conservateur ne peut opposer à l'encontre de son *custodian* anglais qu'un *security entitlement*²⁶⁹ qui s'apparente plus à un droit de créance qu'à un droit de propriété. C'est pour prendre en compte la superposition des droits différents attachés à chaque inscription en compte dans la chaîne de détention que le règlement général de l'Autorité des marchés financiers permet un aménagement de la responsabilité de teneur de compte conservateur.

Néanmoins, il faut éviter une restitution totale et définitive des titres pour ne pas tomber sous le coup d'un remplacement de l'établissement dépositaire, et par conséquent

²⁶⁴ RIPERT, (G.), ROBLOT, (R.), *Traité de Droit commercial : LGDJ 2004. Tome II 17^{ème} édition ; MALAURIE, (Ph.), AYNES (L.), GAUTIER, (P.Y.), « Les contrats spéciaux », Défernois 2007, 3^{ème} éd.*

²⁶⁵ AUCKENTHALER, (F), « Tenue de compte de titres », *JCI. Banque –Crédit- Bourse, fasc.2115, 2005, n°16.*

²⁶⁶ *Pour une approche moderne et non conservatrice : Banque et droit n°12, juillet août 2009 p.3.*

²⁶⁷ RIASSETTO, Isabelle « *Revue de droit bancaire et financier, Revue bimestrielle Lexisnexis juriclasseur, op.cit.*

²⁶⁸ *Règlement général AMF, art. 322-41.*

²⁶⁹ DUSSART Sébastien, RODRIGUEZ Fannu, MIRIASI Thouch « *La restitution des actifs par le dépositaire* », *art.préc. p. 542.*

d'une modification des statuts ou de règlement de gestion qui peut amener de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières à demander le renouvellement de son agrément.

b) Au niveau des modalités d'exercice (par nature d'actifs).

Depuis l'application du régime de l'inscription en compte, les titres physiques qu'ils soient nominatifs ou au porteur, se sont trouvés transformés, par l'effet de cette réforme, en valeurs scripturales chez la société ou l'établissement émetteur ou chez un intermédiaire habilité²⁷⁰.

Le régime désormais applicable aux valeurs mobilières issues de la dématérialisation, marque une distinction entre deux groupes : les valeurs nécessitant une inscription obligatoire en compte chez un intermédiaire habilité, et celles dont l'inscription est facultative²⁷¹.

L'admission aux opérations de « Maroclear » est réalisée d'office pour les valeurs mobilières inscrites à la côte de la bourse des valeurs, les titres émis par le trésor par voie d'appel à la concurrence, les actions de la société d'investissement à capital variable, les parts de fonds communs de placement et les titres de créances négociables²⁷².

Quant à l'éligibilité des autres valeurs, dont l'inscription est facultative, elle est subordonnée à une demande de la part de la personne morale émettrice et sous réserve de l'accord du dépositaire central²⁷³.

Les inscriptions ainsi évoquées, sont réalisées au nom des propriétaires de ces valeurs, à l'image de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières qui dispose à cet effet

²⁷⁰ Selon l'article 1 de la loi 35/96 du 9 janvier 1997, les intermédiaires financiers comprennent banque al Maghreb, la trésorerie générale du royaume, les banques, les sociétés de financement, les sociétés de bourses, la société de bourse des valeurs de Casablanca (SBVC), la caisse de dépôt, et de gestion (CDG), les établissements dépositaires agréés des organismes de placement collectif en valeurs mobilières ainsi que les organismes ayant pour objet : le dépôt ; le crédit, la garantie ou la gestion de fonds et figurant sur une liste arrêtée par le ministre des finances.

D'après l'article 24 de la loi évoqué ci-dessus : les intermédiaires financiers doivent être habilités préalablement par le ministère de finance, pour pouvoir tenir des comptes titres à l'exception toute fois des banques al Maghreb et de la trésorerie générale qui ont une habilitation d'office.

²⁷¹ Article 17 de la loi n° 35/96 relative à la création d'un dépositaire centrale et à l'institution d'un régime général de l'inscription en compte de certaines valeurs.

²⁷² Article 19 de la loi n° 35/96 du 09 janvier 1997.

²⁷³ Article 20 de la loi n° 35/96 du 09 janvier 1997.

d'un compte établi, soit auprès de la société émettrice lorsque les titres sont nominatifs, soit auprès d'un intermédiaire financier habilité si les titres sont aux porteurs²⁷⁴.

La société émettrice et l'intermédiaire financier ont ici la qualité du teneur de compte au profit des détenteurs de titres. En effet, si l'habilitation de la première étant d'office²⁷⁵, celle de l'établissement financier est délivrée, suivant une procédure, par le ministre chargé des finances après avis du dépositaire central²⁷⁶.

L'idée de faciliter la compensation et la circulation des valeurs scripturales, par la technique de virement de compte en compte, assurée par le dépositaire central, nécessite à cet effet l'ouverture des comptes courants²⁷⁷ aux émetteurs et aux intermédiaires habilités qui acquièrent, de ce fait, la qualité d'affiliés.

Concrètement « Maroclear », ouvre un compte à chacun de ses affiliés pour chaque valeur sur lequel sont répertoriés tous les soldes de transactions sur ce titre. Les modalités de transmission, fixées par la loi n° 35 96 complétées par le règlement général de « Maroclaer », ainsi que les instructions de ce dernier, se réalisent selon la nature des valeurs en question. En effet, pour les titres au porteur, la négociation se fait directement à travers un compte ouvert au nom du détenteur, non pas chez l'émetteur du titre, mais chez un intermédiaire financier habilité.

Concernant les titres nominatifs, le législateur marocain a laissé une certaine liberté de choix au titulaire, celui-ci, peut soit exercer directement ses droits auprès de l'émetteur, les titres sont alors soumis au régime des titres nominatifs purs, soit confier la tâche à un intermédiaire habilité, qu'il investit à cet effet, d'un mandat d'administrer son compte ouvert chez la société émettrice, on parle alors du régime des titres nominatifs administrés. Les titulaires ayant demandé la reproduction de leur titre dans un compte d'administration, s'obligent à ne donner d'instructions qu'à leurs intermédiaires administrateurs à charge pour celui-ci d'en informer l'émetteur.

²⁷⁴ Article 1 de la loi n° 35/96 du 09 janvier 1997.

²⁷⁵ Article 23 de la loi 35/96 du 09 Janvier 1997.

²⁷⁶ Article 25 de la loi 35/96 du 09 Janvier 1997.

²⁷⁷ Comptes courants de titres ou comptes courants s'entend des comptes ouverts chez le dépositaire central au nom de ses affiliés et retraçant par valeur et par forme de titres, la totalité de leurs avoirs propres et de ceux de leurs clientèle. (Article 1, alinéa g de la loi 35/96).

Toutefois, cette liberté de choix peut être retirée au titulaire dans certains cas. Ainsi, l'article 33 a posé le principe selon lequel les titres de valeurs exclusivement nominatives (VEN) doivent être placés en compte d'administration préalablement à leur négociation²⁷⁸.

L'alinéa 2 du même article précise que les valeurs mobilières qui revêtent occasionnellement la forme nominative, ne peuvent être négociées en bourse que sous la seule forme au porteur.

L'originalité du rôle de dépositaire se manifeste dans sa mission de contrôle.

B- Mission de contrôle de l'établissement dépositaire.

En droit français, on rappelle que les dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers relatif à la fonction de dépositaire d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ont remplacé celles de l'instruction de la Commission des Opérations de Bourse (COB) de Novembre 1993. Cette instruction n'était plus complète au regard notamment des évolutions réglementaires successives relatives aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, de la complexité des stratégies mises en œuvre et de la nature des instruments auxquels ces organismes ont aujourd'hui recours. Des travaux en concertation avec la place ont donc été initiés sous mandat du collège de l'Autorité des marchés financiers au début de l'année 2005²⁷⁹. Ils ont principalement porté sur la modernisation des deux principales fonctions de l'activité de dépositaire des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, à savoir, la conservation des actifs des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et le contrôle de la régularité des décisions de l'Organisme de placement collectif ou de la société de gestion.

La philosophie retenue par l'Autorité des marchés financiers a donc consisté à adopter une réglementation suffisamment détaillée afin de sécuriser l'environnement réglementaire applicable aux dépositaires des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières en France, sans pour autant être trop prescriptif quant aux éventuelles évolutions de leur métier.

²⁷⁸ Cette nomination résulte soit des statuts de l'émetteur, soit des dispositions légales.

²⁷⁹ Article L. 621-7 du Code monétaire et financier, modifié par la loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière : « Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers détermine notamment : (...) V- Concernant les activités de gestion pour le compte de tiers et les placements collectifs 4° Les conditions d'exercice de l'activité de dépositaire d'Organisme de placement collectif. »

En droit marocain, bien que le texte ne le précise pas expressément, une deuxième fonction d'une importance particulière, amène nécessairement le dépositaire à remplir une mission de contrôle, son domaine d'élection n'est que récemment revu par le Conseil déontologique des valeurs mobilières à travers son circulaire n°01/03 du 14 février 2003. Pour ce faire, le dépositaire doit avoir connaissance des procédures d'exercice et des moyens de contrôle mis en place par la société de gestion, ce contrôle qui s'effectue a posteriori, est réalisé à partir des données dont il doit au préalable s'assurer la fiabilité.

Apprécier la pertinence de cette attribution et déterminer son étendu, nous amène à traiter dans un premier temps l'élément tenant à la nature du contrôle (1), quant au second point, il fera référence à l'élément tenant au moment de son exécution (2).

1-Nature et étendue du contrôle du dépositaire.

Le contrôle du dépositaire doit porter sur la conformité des opérations reçues de des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, à la loi et aux documents constitutifs. Autrement dit, son intervention ne peut porter que sur les actes de gestion du portefeuille ou les décisions qui peuvent avoir une incidence sur sa composition, son affectation ou encore sur les droits des souscripteurs.

L'appréciation de la conformité des décisions s'effectue au regard des dispositions législatives et réglementaires, des statuts ou de règlement de gestion, ainsi qu'à l'orientation affichée dans la note d'information et la fiche signalétique.

Cette intervention du dépositaire ne soulève pas de difficultés particulières dans son principe, lorsqu'il s'agit de vérifier la stricte application des règles prudentielles relatives à la composition des actifs, tels que les liquidités, les emprunts d'espèce, les ratios de division des risques, ainsi que les règles relatives aux titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières, notamment, les investissements réciproques.

À première vue, il peut paraître étonnant de concevoir une telle appréciation qualitative²⁸⁰ du dépositaire sur les décisions du gérant, dans l'optique par exemple, d'une

²⁸⁰ *GUILLHAUMAUD (PH.), « La responsabilité civile du dépositaire d'OPCVM », Banque et droit, 1992, n°25, p. 155. En ce sens, M. Guillhaumaud, qui voit mal comment le dépositaire pourrait être obligé de porter*

vérification de la conformité des opérations par rapport aux objectifs affichés par l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, car cela conduirait, à une immixtion inévitable dans la gestion. Ce contrôle doit se limiter aux seuls aspects techniques des ordres reçus, il ne saurait être un contrôle d'opportunité.

Certes, le dépositaire a un droit de veto sur les différents placements que désirent effectuer aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. C'est à dire qu'il peut refuser d'exécuter un ordre d'achat ou de vente des titres qui lui semble contraire aux intérêts des bénéficiaires.

Cependant, la réflexion du législateur, ne semble pas s'en tenir au contrôle des décisions de gestion des actifs. L'intervention du dépositaire doit porter sur la vérification de la nature des titres composant les actifs ou encore la nature juridique des opérations décidées par le gérant, ce qui exclut toute possibilité d'appréciations des décisions.

Le dépositaire ne doit pas s'en tenir à l'appréciation de la performance financière de la décision, seule la régularité apparente des opérations qui transitent par les comptes de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières l'intéresse. Il est par conséquent, astreint à une obligation de non-ingérence.

Bien plus, dans le cadre du renforcement de la transparence et de la sécurité, le dépositaire est amené à contrôler le respect des règles déontologiques applicables aux personnels, ainsi qu'aux autres membres du conseil d'administration de la société d'investissement à capital variable ou l'établissement de gestion du fonds commun de placement²⁸¹.

Une autre disposition vient élargir le champ d'intervention du dépositaire dans le cadre de sa mission de contrôle, tel que définit expressément par la loi. Ainsi, l'article 89 dans son deuxième alinéa, impose au dépositaire la certification de l'inventaire des actifs établis à

une appréciation qualitative et d'opportunité sur les décisions du gérant, ce contrôle conduirait à une immixtion dans la gestion de la part du dépositaire au détriment du principe de séparation des fonctions de gestion et de contrôle.

²⁸¹ *Circulaire n 13/01 du 27 décembre 2001 relative aux règles de bonne conduite applicables aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

la clôture de chaque exercice, ce document est inséré dans le rapport annuel, pour ensuite faire l'objet d'une publication, au plus tard six mois après la clôture de l'exercice.

Il est à noter que le législateur n'a pas précisé la nature du contrôle à effectuer par le dépositaire, ni le contenu de la certification, ce qui nous amène à s'interroger sur l'étendue d'une telle obligation. Il semble que la certification demandée au dépositaire, en sa qualité de conservateur des actifs, ne porte que sur leurs réalités et leur existence, quant à la certification de leur valeur comptable, celle-ci semble relever d'une mission mise à la charge du commissaire aux comptes²⁸². Bien plus rappelons ici que cette attribution de certification du dépositaire fait double emploi avec celle effectuée par le commissaire aux comptes.

2- Moment du contrôle.

La détermination de l'époque du contrôle du dépositaire est d'une importance considérable. Celle-ci se manifeste à un double niveau. D'une part, le fait de savoir si le contrôle doit être exercé à priori ou à posteriori, permet de détecter le degré de responsabilité du dépositaire vis-à-vis des actionnaires ou porteurs de parts. D'autre part, l'élément temps, est un éclaircissement sur la distinction à faire entre le contrôle dévolu au dépositaire et celui qui incombe aux autres organes de surveillance, à l'instar du commissaire aux comptes et l'autorité de tutelle.

Le silence du législateur marocain sur ce point, nous amène à déterminer ce que pourrait être la réflexion du texte. En réalité, l'interprétation marque une combinaison entre les deux contrôles.

a- Contrôle a priori.

L'argument qui milite en faveur d'un tel contrôle trouve sa source dans le dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières²⁸³.

²⁸² *GUILLHAUMAUD, art. préc.*

²⁸³ *Article 69 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

À travers cette disposition la loi fournit au dépositaire un pouvoir d'opposition aux décisions de la société d'investissement à capital variable ou l'établissement de gestion, on peut donc en tirer comme conclusion, que le dépositaire est tenu d'exercer un contrôle préalable, puisqu'il a les moyens pour s'opposer à l'exécution des opérations s'avérant irrégulières.

L'emploi de la formule : « *il doit, le cas échéant, prendre toutes mesures conservatoires qu'ils jugent utiles* » est symptomatique. Elle recouvre me semble-t-il toutes les mesures nécessaires susceptibles de faire obstacle à une initiative irrégulière de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, soit en refusant d'exécuter les instructions données par celui-ci, soit si les faits sont graves, en sollicitant l'intervention urgente du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

L'importance d'un tel contrôle, se manifeste à travers la protection des souscripteurs dans l'intérêt desquels il est exercé. Son utilité peut se sentir également par la distinction qu'il opère entre les obligations de contrôle pesant sur le dépositaire d'une part, et celle du commissaire aux comptes et l'autorité de tutelle, d'autre part qui exercent des contrôles à posteriori sur la gestion.

b -Contrôle a posteriori.

Dans le sens contraire, on peut relever que l'emploi du terme « s'assurer » par le législateur français²⁸⁴ et marocain²⁸⁵ reste à l'appui d'un contrôle a posteriori, dans la mesure où il est également utilisé pour les contrôles effectués par l'autorité de tutelle.

En droit français, à l'origine, les statuts fournis par l'ex COB dans son instruction du 30 septembre 1989 ont précisé que le dépositaire devrait « *s'assurer, au préalable, de la régularité des décisions de la société d'investissement à capital variable* ». Ces dispositions ont provoqué des remarques de la part des professionnels qui considéraient qu'un contrôle préalable des opérations du gérant s'avérait impraticable compte tenu de la rapidité nécessaire des ordres donnés par l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières,

²⁸⁴ Article L. 214-16 du code monétaire et financier.

²⁸⁵ Article 69 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

ainsi que de leur exécution sur le marché financier, ce qui ne laisse pas le temps indispensable à l'examen de leur conformité, aux règles en vigueur. Interrogée sur ce point, la COB a admis qu'un « *contrôle a priori était difficile à réaliser* » et elle a supprimé ce terme des statuts-types²⁸⁶.

Enfin, on ne peut pas s'en passer sans évoquer, que le rôle attribué au dépositaire, en ce qui concerne le contrôle de la conformité des décisions de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et la certification de l'inventaire des actifs, laisse dire qu'il y a une confusion entre les missions du commissaires aux comptes et du dépositaire à l'occasion des contrôles qu'il exerce au cours de la vie des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

À cet égard, l'on peut rappeler, certaines fonctions exclusives des commissaires aux comptes, nettement dissociées des attributions exercées par le dépositaire. Il s'agit en l'occurrence, de la vérification des apports découlant des articles 18 et 66 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et le contrôle des comptes incluant la certification des comptes annuels²⁸⁷.

Le contenu de la mission du commissaire aux comptes est précisé par la circulaire n°03/01 du 08 février 2001. Ce dernier dispose d'une mission permanente de surveillance et d'information.

Pour mener à bien ses missions, l'établissement dépositaire doit se doter d'une organisation, de moyens humains et techniques suffisants²⁸⁸. Il désigne à cet effet, un interlocuteur du Conseil déontologique des valeurs mobilières en ce qui a trait à ses missions, et lui communique par écrit son identité.

Cet article reprend d'ailleurs en des termes identiques, le deuxième alinéa de l'article 36 du dahir du 21 septembre 1993 relative à la bourse, qui impose la même obligation aux sociétés de bourse. Mais comme les sociétés de gestion ne sont pas soumises à l'agrément

²⁸⁶ **LEGRAND, (Ph.)**, « *OPCVM, nouvelles règles de gestion des actifs et responsabilité du dépositaire* », *Banque 1990*, n°506, p. 566

²⁸⁷ *Article 100 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

²⁸⁸ *Article 30 du dahir du 21 septembre 1991 relatif aux OPCVM.*

préalable du Conseil déontologique des valeurs mobilières²⁸⁹, celui-ci, ni aucune autre autorité, n'ont les moyens de s'assurer, à priori du respect de cette obligation. Tout au plus le Conseil déontologique des valeurs mobilières peut-il le constater a posteriori.

C'est ainsi qu'en France, le conseil de discipline des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières a retenu comme grief justifiant une mesure disciplinaire à l'égard du président d'une société de gestion, « l'absence de moyens financiers et techniques nécessaires à l'exercice de l'activité de gestion²⁹⁰, en ces termes :

« Considérant que ces faits se caractérisent ... par une insuffisance notoire de moyens professionnels....

Considérant que la défense fait valoir que le développement des fonds communs a été un échec, ce qui n'a pas permis aux sociétés chargées de la gestion ou de la fonction de dépositaire de disposer des moyens grâce auxquels elles auraient été en mesure de respecter leurs obligations.

Considérant que cet argument n'est pas fondé la société de gestion comme le dépositaire auraient dû tirer, sans attendre les conclusions...

Par ces motifs, le conseil dit que les faits incriminés constituent bien des manquements de nature à nuire à l'intérêt des porteurs de parts²⁹¹».

L'établissement dépositaire élabore aussi un manuel des procédures fixant les règles de fonctionnement nécessaires à l'accomplissement de sa mission. Le manuel doit porter sur : les types de contrôles effectués, les procédures relatives à chaque type de contrôle, la fréquence des contrôles, les procédures de correction des anomalies, et les procédures d'archivage de la correspondance en matière de contrôle, tel que spécifié dans la circulaire n°01/03 du 4 février 2003. En droit français, cette nouveauté est prescrite dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui est mentionnée à l'article 323-19.

²⁸⁹ *L'article 23 du dahir du 21 septembre ne pose que deux conditions, objet et capital, en ces termes : « Peuvent exercer les fonctions d'établissement de gestion les personnes morales remplissant les conditions suivantes :*

-Avoir pour objet exclusif la gestion de FCP

-Disposer d'un capital social dont le montant ne peut être inférieur à un niveau minimum fixé par le ministre chargé des finances, après avis du CDVM »

²⁹⁰ *Cons.discp. OPCVM, n°3/91 février 1993, Bull. Joly Bourse, Juillet Août 1993, p. 410.*

²⁹¹ *Ibid.*

Reste à dire enfin pour éviter tout équivoque, que l'établissement dépositaire a intérêt à préciser par l'entremise d'un contrat, sans préjudice des obligations légales incombant aux parties, un certain nombre d'indications quant aux diligences devant être déployés par elles, notamment, l'identité et la qualité des parties, les obligations de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, les obligations du dépositaire, sa rémunération, les modalités de communication des informations entre les parties et les conditions et les modalités de résiliation²⁹².

C) Responsabilité du dépositaire.

Le développement du nombre des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et le rôle croissant que ces organismes jouent dans la gestion de l'épargne publique conduit aujourd'hui à s'interroger sur les caractéristiques et l'étendue de la responsabilité du dépositaire ainsi que sur le domaine respectif de la responsabilité de la société de gestion et du dépositaire d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

En effet, outre la responsabilité disciplinaire²⁹³ et la responsabilité pénale²⁹⁴ réglementées par le dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, qui a instauré un bon nombre de mesures visant à assurer le déroulement d'émission dans des conditions de sécurité optimales, l'établissement dépositaire encourt également une responsabilité civile.

Seule cette dernière retiendra notre attention car c'est elle qui intéresse le plus directement le droit des marchés financiers. En effet, l'importance du nombre des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, et le rôle que ces structures corporatives jouent dans la gestion collective de l'épargne, nous conduit à s'interroger sur les caractéristiques et l'étendue de la responsabilité de leur dépositaire.

²⁹² *Annexe à la circulaire 01/03 contenant les mentions minimales de la convention entre le dépositaire et l'OPCVM.*

²⁹³ *Article 110, 111 et 112 du Chapitre I, titre VIII du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

²⁹⁴ *Articles 114, 116, 124, 125 du chapitre II, titre VIII du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Rappelons également que ces deux responsabilités sont renforcées par les dispositions disciplinaires et pénales de la législation qui les régit dans le cadre de leur activité générale (loi bancaire, code des assurances, dahir relatif aux sociétés de bourse).*

Certes, aujourd'hui, l'intérêt d'une telle question reste encore occulte, dans la mesure où l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et son dépositaire faisaient généralement partie d'un même groupe. Par conséquent, le partage de responsabilité entre eux demeure sans incidences financières au niveau du groupe.

En revanche, la culture de la segmentation des métiers financiers comme le veut la réflexion du législateur marocain et qui est d'ailleurs le cas dans certains exemples pratiques, conduira à une situation de complète indépendance économique des deux fonctions et dans lesquelles l'étude des responsabilités de chacun trouve tout son intérêt.

L'article 70 du dahir portant loi n° 1.93.213, détermine les hypothèses dans lesquels un établissement dépositaire d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières peut voir sa responsabilité engagée, ainsi que ses caractéristiques²⁹⁵. La mise en œuvre de celle-ci se heurte à des difficultés lues sensibles à ce niveau, ainsi que dans la plupart des autres organes de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

Une appréciation parfaite de cette question nous amène à nous pencher dans un premier point sur le domaine de cette responsabilité (1), quant à sa nature, elle fera l'objet d'un second point (2).

1-Le domaine de la responsabilité civile du dépositaire.

Traiter la responsabilité civile en matière de gestion collective, c'est bien sûr aborder l'obligation qui est faite aux acteurs de cette gestion, de réparer le dommage qu'ils ont causés aux porteurs de parts et actionnaires des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Il s'agit donc d'examiner les manquements directs ou indirects aux obligations de ces acteurs ayant entraîné un dommage. En effet, la combinaison des dispositions légales du dahir portant loi n°1.93.213²⁹⁶ et du dahir des obligations et contrats (DOC)²⁹⁷ qui précisent les

²⁹⁵ *On souligne à cet effet un rapprochement avec les dispositions de la loi 17/95 sur les sociétés anonymes régissant la responsabilité des administrateurs (article 352).*

²⁹⁶ *Article 70 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.*

²⁹⁷ *Article 77 du Dahir des Obligations et Contrats marocain (DOC).*

conditions générales de la responsabilité civile, permet de déduire que la responsabilité civile de l'établissement dépositaire est à la fois contractuelle et délictuelle. Il est donc respectivement responsable envers les souscripteurs et les tiers.

Le domaine d'élection de cette responsabilité, peut se concevoir dans le cadre du rôle qui lui est conféré par la loi et qui se décompose, comme on a déjà vu ci-dessus, en rôle de conservation des actifs (article 28), et en rôle de contrôle des décisions de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières (article 69) auxquels s'ajoutent également d'autres obligations susceptibles d'assurer la sécurité des opérations liées à la conservation des titres et d'agir aux bénéfices exclusifs des souscripteurs.

Il est regrettable que le législateur marocain se soit peu intéressé au rôle du dépositaire et que rien n'ait été prévu en ce qui concerne ses droits et prérogatives vis-à-vis de la société d'investissement à capital variable ou de la société de gestion. En effet, les rapports entre la société d'investissement à capital variable ou la société de gestion d'une part, et le dépositaire d'autre part, ne sont pas clairement définis par le dahir du 21 septembre 1993, ce qui ne manquera pas d'être source de difficultés lorsqu'il s'agira de rechercher la responsabilité de l'un ou l'autre. À ce titre, en sa qualité de conservateur des actifs de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, la responsabilité du dépositaire trouve son fondement dans les obligations mises à sa charge par les principes de droit commun.

Néanmoins, il est permis de penser, eu égard à la responsabilité encourue par le dépositaire, que le contrôle par ce dernier s'étend aux décisions que la société d'investissement à capital variable ou la société de gestion omettrait de prendre alors qu'elles y seraient tenues. C'est du moins ce que précise l'instruction de la COB de novembre 1993.

En effet, à côté d'une obligation de bonne garde matérielle des titres, qui implique une possibilité de mise en jeu de la responsabilité du dépositaire en cas de faute dans la garde et dans la restitution, il faut aussi reconnaître une obligation de garde juridique des titres reposants sur les usages et la pratique bancaire et comportant des obligations accessoires, telles que l'encaissement des coupons et les mesures à prendre en cas d'opérations sur titres.

Certes, une nouvelle donne s'installe, avec l'avènement du phénomène de la dématérialisation. Mais advint que pourra, et quelle que soit la nature juridique de cette attribution, on peut considérer que cela n'aurait que peu d'incidence sur l'étendue de la responsabilité du dépositaire tenant les comptes titres de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Toutefois, ce changement devrait avoir une conséquence sur les sanctions pénales applicables en cas d'utilisation des titres déposés (abus de confiance).

Dans le cadre de sa mission de contrôle, l'article 69, crée une obligation pour le dépositaire de s'assurer des ordres reçus de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Le dépositaire sera par ailleurs responsable de la régularité des opérations dont il a la charge directe et personnelle, notamment le rachat et la souscription des parts d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

2-Nature de la responsabilité du dépositaire.

L'analyse pertinente de ce point, nous amène à distinguer la responsabilité individuelle (a) de la responsabilité solidaire (b).

a) Responsabilité individuelle.

La responsabilité individuelle du dépositaire d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, pourra être seule engagée chaque fois qu'il aura commis une faute dans l'exécution des attributions qui relèvent de sa seule initiative, notamment l'exercice de ses fonctions de conservateur et de ses obligations accessoires.

b) Responsabilité solidaire.

La responsabilité solidaire de l'établissement dépositaire pourra être recherchée par les tiers ou les souscripteurs dans le cas où il aura contribué par sa faute, avec les organes de gestion, à la réalisation d'un dommage. Néanmoins, et contrairement aux sociétés anonymes ordinaires où les administrateurs sont tenus solidairement, du fait de leur action collégiale, cette solidarité n'est pas parfaite en matière d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

Il y a donc une différence entre les deux constructions. La responsabilité solidaire du dépositaire et du gérant d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ne repose pas sur l'existence d'une action collégiale. On est en présence de deux organes distincts qui ne peuvent œuvrer collectivement, chacun se voit imposer un rôle et des obligations différentes au sein d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

Admettant, l'existence d'une faute commune commise par les deux organes, il serait difficile de déterminer le degré de culpabilité de chacun dans la contribution à la décision. Seul, donc, un ensemble de fautes indivisibles, peut-être à l'origine de cette responsabilité solidaire, ce qui nécessite une analyse minutieuse de la part des juges, pour détecter si on est présence d'une obligation solidaire ou non.

En effet, en l'absence de faute de gérant, le juge refusera de faire jouer la notion de solidarité, par conséquent, seul le dépositaire est individuellement responsable des dommages causés. La condamnation solidaire des deux organes, devrait amener la justice à répartir les dettes entre eux dans des proportions égales en fonction du degré de la contribution de chacun à la réalisation du dommage.

Reste donc, de savoir si le dépositaire peut être en mesure de dégager sa responsabilité, en prouvant, qu'il a accompli sa tâche ou qu'il n'a pu l'exécuter en raison d'une force majeure. La réponse est positive par référence aux principes de droit commun.

Enfin, en l'absence de précision apportée par le texte, sur les attributions du dépositaire ainsi que, les conditions de leurs exercices, il est intéressant de rappeler que l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et son dépositaire auront tout intérêt à arrêter dans le cadre d'une convention leurs obligations et droits réciproques.

3-Obligation de moyens ou de résultat.

Selon l'article 70 du dahir, la responsabilité du dépositaire doit impliquer une faute. Mais la question posée étant de savoir si celle-ci est présumée ou l'intéressé doit-il la prouver ? En d'autres termes, le dépositaire se trouve-t-il plus proche d'une obligation de moyens ou d'une obligation de résultat ?

La loi ne répond pas à cette question. Certains auteurs, admettent qu'il s'agit d'une obligation de moyens.

Une analyse générale des attributions du dépositaire nous amène à déduire que celui-ci contracte alternativement les deux obligations, selon la nature de son intervention. En effet, lorsqu'une infraction aux dispositions légales ou réglementaire ou encore une violation des statuts de la société d'investissement à capital variable ou de règlement de gestion, sera constatée, cela révélera une faute de contrôle du dépositaire sur les décisions des organes de gestion. Il suffira donc au tiers lésé ou aux souscripteurs préjudiciés de démontrer l'inobservation de la loi ou des statuts et de la fiche signalétique pour mettre en évidence la réalisation des conditions de la mise en jeu de la responsabilité du dépositaire telle qu'elle découle de l'article 70 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Le dépositaire se trouve, donc à une présomption de faute qu'il ne pourra combattre qu'en démontrant qu'il ne l'a pas commise. Autrement dit, on se trouve en présence d'une obligation de résultat atténuée puisqu'elle supporte la démonstration de l'absence de faute. Un tel désengagement ne pourra toutefois être effectué par le dépositaire qu'en justifiant sa mise en œuvre de tous les moyens nécessaire.

C'est ce qui confirme d'ailleurs cinq arrêts en date du 24 septembre 2002²⁹⁸ dans l'affaire du fonds dits « Turbo », la cour de cassation française a confirmé la responsabilité du dépositaire d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, au motif que « *les gérants et dépositaires des fonds communs de placement étaient tenus d'une obligation de résultat quant à la délivrance d'un certificat du crédit d'impôt conforme à sa destination et étaient seuls responsables des choix et modalités des fonds* ».

Cependant, s'il est facile pour le dépositaire de démontrer qu'il a mis en place des mesures appropriées permettant de s'assurer de la conformité des décisions du gestionnaire, il est toutefois intéressant de signaler l'ambiguïté découlant du fait que la loi prévoit l'obligation par le dépositaire de prendre toutes mesures conservatrices qu'ils jugent utiles.

²⁹⁸ Bull civ IV, n° 130 ; RTD com, 2003 p, 134, M. Storck ; D 2003 P. 237, Ph. Delebecque; F. Bussière, Banque et droit. 2002 n°86, p. 39.

Cette formulation, nous amène à s'interroger sur ce que recouvre cette notion de mesures conservatrices, permet-elle au dépositaire de s'opposer à une décision de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, dans le cadre du contrôle préalable ou l'autorise-t-elle simplement dans le cadre d'un contrôle à posteriori, à faire le nécessaire pour protéger les souscripteurs.

Dans la certification des inventaires de l'actif, le dépositaire n'est tenu que d'une obligation de moyens. Donc, le simple défaut de régularité des actifs certifiés ne suffit pas à engager sa responsabilité. L'intéressé doit établir un défaut de diligences dans les moyens mis en œuvre au cours de ces missions.

Deuxième partie

La nécessité d'un contrôle externe.

Les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, structures d'accueil de l'épargne parmi d'autres, participent à cette compétition qui se joue actuellement sur le marché financier. La mise en œuvre effective de cette réalité ne peut se concevoir, que par l'instauration d'une meilleure protection de l'épargne publique, susceptible de gagner la confiance des épargnants.

Conscient du besoin d'une telle protection de l'épargne nationale, la réflexion du législateur marocain, s'est soldée, mais tardivement, par la création d'une autorité de contrôle à l'image des organismes de surveillance et de contrôle des marchés financiers étrangers²⁹⁹.

En effet, dans le souci de compléter la tâche des organes de contrôles évoquée auparavant, et combler le vide instauré par l'affaiblissement des assemblées des actionnaires et porteurs de parts, il a été créé un établissement public dénommé Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM) chargé d'une mission de contrôle de l'information des détenteurs des valeurs mobilières, sollicités à travers un appel public à l'épargne, et de surveiller le bon fonctionnement du marché financier.

Les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, intermédiaires entre les épargnants et le marché financier n'ont pas échappé à ce contrôle puisque ces organismes sont destinés à faire régulièrement appel public à l'épargne. Advint que pourra, le souci majeur du législateur marocain, étant d'éviter à ce que la souscription de titres d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, n'induit pas l'épargnant en erreur.

Pour la clarté des réflexions évoquées ci-dessus, nous aurons dans le développement qui va suivre, à se pencher sur la portée significative du contrôle par les instances administratives professionnels (Chapitre I), et l'aspect répressif du contrôle au sein des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (Chapitre II).

²⁹⁹ BERRADA Mohammed Azzedine « Les nouveaux marchés des capitaux au Maroc » éd. SECEA, 1998, p. 253.

Chapitre I

Le contrôle par les autorités administratives professionnelles.

Nous pouvons dire que l'organe clef de la protection du marché financier est l'autorité de tutelle, cette dernière joue un rôle prépondérant dans la surveillance des opérations de contrôle des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières afin d'assurer l'égalité des chances des investisseurs et porteurs de parts.

Ce système de contrôle a un rôle de régulateur économique dans la mesure où il facilite sans conteste les restrictions de ces Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Il favorise aussi la mobilité des capitaux vitale pour ces derniers³⁰⁰.

On notera à cet égard, que la création d'un régulateur étatique spécialisé peut être considéré comme un avantage pour les industries, notamment l'industrie financière. Si les acteurs opérant sur un marché donné parviennent à capturer ce dernier « en lui faisant admettre leurs impératifs, leurs contraintes sous la forme de règles d'organisation du marché qui leur soient favorables, ils peuvent alors obtenir des résultats équivalents à la situation du cartel, sans avoir à en supporter les coûts³⁰¹.

À ce titre, et pour bien mettre en évidence la réalité de cette surveillance, on sera conduit à juger la place de cette autorité dans l'échiquier des organes de contrôle.

Nous apprécierons d'abord la place du Conseil déontologique des valeurs mobilières au Maroc (Section 1), l'Autorité des marchés financiers en France (Section 2), et l'Autorité du contrôle prudentiel (Section 3).

³⁰⁰ LEFEBRE, (F.), « Dossiers internationaux : Maroc juridique et fiscal », 2^{ème} édition F. Lefebvre, 2002. p. 92.

³⁰¹ DE MARAIS, (B.), « Crise de la régulation ou capture du régulateur ? » in A. Mérieux, *Rapport Moral sur l'argent dans le monde 2009 : Association d'économie financière. 2009.*

Section 1

Au Maroc, le Conseil Déontologique des valeurs Mobilières (CDVM).

Il est évident qu'il ne peut y avoir de marché réglementé sans autorité de régulation et de contrôle. Au Maroc, c'est au « Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières » que revient ce rôle.

Les objectifs assignés au Conseil déontologique des valeurs mobilières sont largement communs à l'ensemble des pays mais les structures de régulation sont diverses.

Aux États-Unis, par exemple, la « Securities and Exchange Commission (SEC) » est entièrement politique puisque ces cinq membres sont nommés par le président avec la ratification du sénat. Par ailleurs, elle rend compte de son activité strictement au congrès. Bien entendu, elle dispose de larges pouvoirs, que ce soit, le pouvoir réglementaire en matière de valeurs mobilières et de comptabilité des sociétés, du pouvoir de décision individuelle à l'égard des émetteurs pour leur opérations et à l'égard des émetteurs pour les agréer et les suspendre, ainsi que de pouvoir d'enquête et de répression.

À l'opposé du modèle politique américain, se situe le modèle professionnel suisse où la Commission de régulation est l'émanation des bourses et de l'association suisse des banquiers.

Le modèle britannique de « Securities and Investments Board-SIB » représente une situation intermédiaire entre l'autorité administrative indépendante et l'autorité professionnelle. Le SIB est une société privée dont le président est néanmoins détaché de la Banque d'Angleterre et désigné par le ministre du commerce et de l'industrie. Il dispose du pouvoir réglementaire, mais le pouvoir d'enquête lui échappe et appartient au ministre.

Dans d'autres pays européens, comme la Belgique, le Danemark ou le Luxembourg, la réglementation et la bonne transaction sont du ressort des bourses, tandis que la discipline et l'information des investisseurs relèvent des autorités bancaires.

En effet, avec l'institution du Conseil déontologique des valeurs mobilières, par la loi du 21 septembre 1993, le législateur marocain s'est inspiré de l'antécédent français en la matière. En France, l'ex COB devenu actuellement l'Autorité des marchés financiers a été créée par une ordonnance du 28 septembre 1968. A l'origine, il s'agissait uniquement pour cet organisme de contrôler l'information des porteurs des valeurs mobilières et du public sur les sociétés faisant appel public à l'épargne et sur les valeurs mobilières émises par ces sociétés, ainsi que de veiller au bon fonctionnement des Bourses des valeurs françaises.

Mais, débordant très rapidement ce cadre purement boursier, la Commission des opérations de bourse, s'est « considérée comme investie d'une mission générale de moralisation du marché financier et de protection des épargnants, et par étapes successives, elle a pris une place de tout premier plan, jouant en particulier un rôle décisif dans l'élaboration du droit des sociétés³⁰². Puis ses pouvoirs ont été constamment renforcés par de nombreuses réformes relatives à la sécurité et à la transparence du marché financier. Comme l'a souligné d'ailleurs à juste titre M. BEZARD, « la Commission des opérations de bourse, qui dispose dans un domaine très large des pouvoirs de faire le droit, de dire le droit et de faire respecter le droit, est devenue une institution considérable ».

Le législateur marocain, en érigeant une nouvelle institution chargée du contrôle du marché financier et de la protection de l'épargne, le Conseil déontologique des valeurs mobilières a profité de l'expérience française depuis 1968 en cette matière pour l'investir d'une mission large et renforcer ses pouvoirs aussi bien sur le plan financier que réglementaire.

À ce titre et comme l'a indiqué l'intitulé du titre, deux points seront développés successivement : Le Conseil déontologique des valeurs mobilières, entant qu'institution spécialisée à caractère public, feront l'objet d'un premier point (Paragraphe 1), tandis que, dans un second point, le Conseil déontologique des valeurs mobilières entant qu'un véritable gendarme du marché (Paragraphe 2).

³⁰² MERLE Philippe, « Droit des sociétés », 4^{ème} édition, 1994, n°525, Dalloz, p. 492.

Paragraphe 1 : Le Conseil déontologique des valeurs mobilières, une institution spécialisée à caractère public.

L'article 1 du dahir n°1-93-212 dispose qu'« il est institué un établissement public dénommé Conseil déontologique des valeurs mobilières ».

Il s'agit d'une institution spécialisée de caractère public jouissant de la personnalité morale et de l'autonomie financière.

Le Conseil déontologique des valeurs mobilières se voit appliquer les règles générales des entreprises publiques et du droit administratif. Etant une autorité du marché, ceci se démontre amplement par l'examen de ses pouvoirs légaux (pouvoir de contrôle, de police, de réglementation, de sanction...).

Toutefois, ces larges pouvoirs d'enquête nous amènent à nous demander si cette institution ne devrait pas être au moins en partie une juridiction ou quasi-juridiction. De même ne notons-nous pas ici une confusion de pouvoir ?

Le Conseil déontologique des valeurs mobilières, est chargé de protéger le bon fonctionnement des marchés et d'aider le gouvernement dans son pouvoir de réglementation, et en même temps il est le seul et l'unique organe à constater le non-respect de ces dispositions voire même à y infliger des sanctions qu'il juge adéquates³⁰³.

Le Conseil déontologique des valeurs mobilières est une institution autonome et indépendante. Les textes lui confèrent expressément la personnalité juridique.

Il dispose d'un patrimoine et de ressources propres fixés par l'article 10, ses revenus se composent de dotations et subventions étatiques, des productions de la commission reçues à la suite des demandes de visa et sur l'actif net des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, ainsi que d'autres produits divers. Cela signifie qu'il est indépendant par rapport aux frais de fonction de l'État.

³⁰³ LEFEBVRE, (F.), « Dossiers internationaux : Maroc juridique et fiscal », *Ouv. préc.* p. 92.

Ceci nous pousse à connaître comment est organisé le Conseil déontologique des valeurs mobilières, et comment fonctionne cette institution ? (A), ensuite nous aborderons des appréciations critiques quant à sa nature juridique (B).

A) Organisation et fonctionnement du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Dans ses règles générales, le Conseil déontologique des valeurs mobilières fut institué par le dahir n°1-93-212 du 21 septembre 1993 tel qu'il est modifié et complété par la loi 23-01 relative au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées par les personnes morales faisant appel public à l'épargne.

Il est également régi par le Dahir n°1-59-271 du 14 avril 1960, organisant le contrôle de l'Etat.

Le législateur, en fixant les règles d'organisation et de fonctionnement, s'est inspiré du système français sur la Commission des opérations des bourses, qui, elle, date de 1967.

Cette expérience était déjà influencée par les exemples de la « Securities and exchange »³⁰⁴, commission américaine ainsi que de la Commission Bancaire Belge³⁰⁵ dont le souci principal était de répondre à un besoin de protection de l'épargne et de faire reprendre le chemin de la bourse aux épargnants découragés après la crise économique des années 20³⁰⁶.

Cependant, pour le cas marocain, le contexte économique dans lequel cette institution est née n'est pas du tout le même : il s'agissait surtout de veiller à la protection des investisseurs, développer et assurer le bon fonctionnement du marché financier, son intégrité,

³⁰⁴ KENADIJIAN, (P), « Investigations et enquêtes des autorités des marchés boursiers, Droit des USA : la SEC » *Petites affiches*, 30 janvier 1995, n°13, p. 10.

³⁰⁵ LEMPEREUR, (C), « Investigations et enquêtes des autorités des marchés boursiers, Droit belge : la CBF », *Petites affiches*, 30 janvier 1995, n°13, p 10.

³⁰⁶ En Italie, existe la Commission nationale pour les sociétés et la bourse (CONSOB), créée en 1974 (V. ROMANO, M., « Marché boursier et pouvoir de sanction dans le droit italien », *Petites affiches*, 15 juin 1994, n°71, p. 104.).

En Allemagne, le marché boursier était soumis au contrôle du gouvernement du Land dans lequel se situait la bourse, et ce jusqu'en 1995. À partir de cette date existe une autorité administrative fédérale chargée de surveiller l'ensemble des marchés financiers, le Bundesaufsichtamt für Wertpapierhandel (BAW). RICHTER, D « La publicité ad hoc et la répression du délit d'initié en Allemagne depuis la loi du 26 juillet 1994 », *Bull. Joly bourse*, 1997, p. 353.

sa sécurité, sa transparence et étendre l'actionnariat tout en assurant la sincérité et la loyauté des informations divulguées par les sociétés au public.

À ce titre, le Conseil déontologique des valeurs mobilières est considéré comme étant le premier et l'unique institution, qui assure actuellement, le rôle de l'autorité de régulation chargée d'assurer la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, en veillant à la transparence et à la sécurité des marchés portant sur ces titres³⁰⁷.

En effet, le dahir ainsi précité, ne permet pas au conseil d'adapter ses moyens de contrôle au développement du marché financier marocain. De ce fait, une réforme capitale étant indispensable pour assurer l'indépendance de cette institution et confirmer son rôle d'autorité de régulation.

L'absence d'indépendance de cette institution face au pouvoir exécutif, ne laisse pas dire qu'on est en présence d'une autorité de contrôle en charge de surveiller le marché financier national, à l'image des modèles d'organisation des marchés occidentaux qui ne cessent d'ailleurs de procéder à des remaniements, dans le sens du renforcement de la sécurité financière, en réponse aux défis post- Enron.

Au Maroc, l'autorité de régulation, le Conseil déontologique des valeurs mobilières, a le statut d'un établissement public³⁰⁸, doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière et qui est placé sous la tutelle de ministre des finances³⁰⁹. L'autonomie juridique du Conseil déontologique des valeurs mobilières, implique que celui-ci est doté des organes propres, constitués selon le schéma classique régissant l'ensemble des établissements publics au Maroc.

Il semble que la qualité des membres qui siègent au sein du conseil ne permet pas au Conseil déontologique des valeurs mobilières, de mesurer l'étendue de ses pouvoirs,

³⁰⁷ *Dahir portant loi n 1.93.212 du 4 rabiâ II 1414(21 sep 1993) relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morale faisant appel public à l'épargne, bulletin officiel n 4232, 19 rabiâ II 1414(6octobre 1993), p. 520.*

³⁰⁸ *La création de l'établissement public, relève de la compétence du législateur, elle fait partie ainsi du domaine de la loi tel que celui-ci a été prévu par l'article 46 de la constitution marocaine de 1996.*

³⁰⁹ *Extrait des articles 1 et 2 du dahir portant loi n°1 93 212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et de l'article premier, du décret n°2.93.689 du 14 octobre 1993, pris pour son application.*

notamment, on trouve un conseil d'administration³¹⁰, organe suprême du Conseil déontologique des valeurs mobilières et qui dispose de tous les pouvoirs nécessaires pour la bonne administration de l'établissement.

Le collège est composé du premier ministre ou l'autorité gouvernementale déléguée par lui, à cet effet, président, ministre des finances ou son représentant, ministre de la justice ou son représentant, ainsi que trois personnalités choisies en raison de leurs compétences dans le domaine financier, et désignées par le ministre des finances, pour un mandat de 4 ans, renouvelable une seule fois³¹¹.

Il semble que la qualité des membres qui siègent au sein du conseil ne permet pas au Conseil déontologique des valeurs mobilières, de mesurer l'étendue de ses pouvoirs, notamment au regard de sa mission relative à la constatation des infractions et de leurs sanctions.

Un élargissement de cette composition s'inspirant au moins pour certaines personnalités retenues par le modèle français, étant souhaitable. A cet effet, la présence des juristes au sein des Conseil déontologique des valeurs mobilières est indispensable, on cite à ce niveau un représentant de la cour suprême ou de la cour d'appel et un autre de la cour des comptes.

En outre, il faut marquer que le champ d'activité du Conseil déontologique des valeurs mobilières dépasse le seul cercle des opérations boursières, puisque ses pouvoirs consistent à surveiller l'ensemble des opérations faisant appel public à l'épargne, sur tous les marchés.

De ce fait, une intervention du législateur est nécessaire, pour faire bénéficier le conseil de la présence des membres des autres autorités du marché, à l'image du dépositaire central, comité des établissements du crédit³¹² et du conseil national de la monnaie et de

³¹⁰ Article 2 du décret du 14 octobre 1993, pris pour l'application du dahir portant loi relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

³¹¹ Ces personnalités ne peuvent être administrateurs ou gestionnaires de personnes morales de droit public, on trouve à ce niveau :

-Le président de la confédération générale des entreprises du Maroc (CGEM), celui de la fédération marocaine des sociétés d'assurances et de réassurance (FMSAR) et le président de l'association professionnelle des sociétés de Bourse (APSB).

³¹² Le comité des établissements de crédit donne son avis conforme au ministre des finances sur les questions intéressant l'activité des établissements de crédit et au gouverneur de BANK-MAGHRIB, sur les questions se

l'épargne³¹³, conseil national de la comptabilité³¹⁴, conseil économique et social, et pourquoi pas de deux autres responsabilités respectivement représentant de la chambre des représentants et la chambre des conseillers³¹⁵.

À défaut, on ne peut voir dans cette institution, qu'un moyen, par l'entremise duquel, le gouvernement est informé de l'évolution de l'organisation du marché financier, marquant ainsi le paradoxe du marché marocain qui n'arrive pas à s'émanciper, au moins partiellement, du pouvoir exécutif³¹⁶.

Le Conseil se réunit régulièrement, à la demande de son président aussi souvent que les besoins l'exigent³¹⁷. Cependant, cinq membres du collège peuvent demander au président de convoquer une réunion³¹⁸. Le quorum requis pour la validité des délibérations est de cinq personnes sur sept composants le Conseil³¹⁹. Les décisions sont adoptées à la majorité des votants, la voix du président tant prépondérante en cas de partage de voix³²⁰.

Le Conseil peut en la personne du président, appeler à titre consultatif, toute personne dont la participation aux réunions du conseil est susceptible de lui apporter des précisions utiles³²¹.

rapportant aux aspects techniques des instruments de la politique monétaire et des règles prudentielles. Sa composition et son fonctionnement sont fixés par le décret n°2. 91. 967 du 21 juillet 1993, et ce conformément à l'article 19 de la loi bancaire du 16 juillet 1993.

³¹³ *Il est consulté sur toute question intéressant les orientations de la politique monétaire et du crédit et les moyens de sa mise en œuvre. Il donne également son avis sur les conditions générales de fonctionnement des établissements de crédit. Sa composition et son fonctionnement, sont fixés par le décret n°2. 91. 966 du 21 juillet 1993, conformément à l'article 16 de la loi 6 juillet 1993 relative à l'exercice de l'activité des établissements de crédit et de leurs contrôles.*

³¹⁴ *Conseil national de la comptabilité (la constitution marocaine de 1996).*

³¹⁵ *C'est les deux chambres qui composent le parlement marocain.*

³¹⁶ *DE VAUPLANE Hubert, BORNET Jean-Pierre, « Droit des marchés financiers », Paris éd Litec, 1998, p. 102.*

³¹⁷ *Au moins deux fois par an :*

-Avant le 30 Juin, pour arrêter les comptes de l'exercice écoulé

-Avant le 31 décembre, pour examiner et arrêter le budget du conseil. (Voir article 4 du décret n°2.93.689 du 14 octobre 1993).

³¹⁸ *Article 6, 1^{ère} alinéa du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.*

³¹⁹ *Article 6, 2^{ème} alinéa du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.*

³²⁰ *Article 6, 3^{ème} alinéa du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.*

³²¹ *Articles 5, 3^{ème} alinéa du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne.*

Pour mener à bien sa tâche, le Conseil examine et arrête le budget ainsi que les comptes de l'exercice écoulé et décide de l'affectation des résultats et élabore le statut du personnel avant de l'approuver dans les conditions prévues par la législation et la réglementation relative aux établissements publics³²².

Le Conseil déontologique des valeurs mobilières est en outre doté d'un organe comptant l'ensemble du personnel placé sous la responsabilité d'un directeur³²³ chargé de mettre en œuvre les décisions du conseil d'administration³²⁴ et d'assurer la gestion quotidienne de l'établissement.

À cet égard, et conformément à la législation en vigueur, l'organe de direction, exécute les décisions du conseil d'administration, et le cas échéant des comités qui en émanent, assure la gestion de l'ensemble des services du Conseil déontologique des valeurs mobilières et agit au nom de celui-ci, représente le conseil vis-à-vis de l'état de toute administration publique ou privée et de tout tiers, et fait tout acte conservatoire, exerce les actions judiciaires et y défend avec l'autorisation du conseil d'administration et révoque le personnel du conseil conformément à la réglementation en vigueur, engage etant qu'ordonnateur les dépenses par acte, contrat ou marché, fait tenir la comptabilité des dépenses engagées, liquide et constate les dépenses et les recettes du Conseil déontologique des valeurs mobilières et délivre à l'agent comptable les ordres de paiement et les titres de recettes correspondant et assure la publication du rapport annuel prévu à l'article 38 du dahir portant loi n° 1.93.212 (septembre 1993) susvisé, consécutivement à son approbation par le conseil d'administration³²⁵.

L'autonomie juridique du Conseil déontologique des valeurs mobilières implique aussi, que celui-ci dispose d'un budget propre, autonome et indépendant du budget général du

³²² Article 3 du décret n°2. 93. 689 du 14 octobre 1993.

³²³ La nomination des directeurs des établissements publics intervient par décision royale, conformément au dahir du 18 juillet 1972. Bulletin Officiel du 19 août 1972, p 1038.

³²⁴ Le Conseil déontologique des valeurs mobilières peut également recevoir délégation du conseil d'administration pour le règlement d'affaires déterminées (Article 9 alinéa 2 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif aux Conseil déontologique des valeurs mobilières).

³²⁵ Article 5 du décret du 14 octobre 1993 sur le Conseil déontologique des valeurs mobilières. Dans ce cadre la direction peut déléguer partie de ses pouvoirs et attributions au personnel du conseil déontologique des valeurs mobilières. (Voir, art 9, alinéa 3 du dahir portant loi n° 1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières).

ministère de rattachement. Il bénéficie de ressources propres, par conséquent, ses dépenses ne sont pas prises en charge par l'Etat.

Dans le même cadre d'idées, il faut souligner que, le Conseil déontologique des valeurs mobilières est habilité à percevoir des redevances sur les personnes dont l'activité sur les marchés des valeurs mobilières est soumise à ses instructions.

Les ressources du conseil, comme prévues par le texte³²⁶, sont constitués par les dotations et subventions de l'Etat, le produit de la commission sur l'actif net des organismes de placement collectif en valeurs mobilières, évalué à la fin de chaque année³²⁷, et enfin des recettes et produits diverses.

De ce fait la surveillance financière auquel est soumis le Conseil déontologique des valeurs mobilières³²⁸, dans le cadre du contrôle organisé sur les établissements publics³²⁹ nous amène à s'interroger sur la nature d'un tel contrôle. S'agit t-il d'un contrôle a posteriori ou a priori. À notre avis, pour respecter la logique de l'autonomie évoquée ci-dessus³³⁰, le contrôle administratif préalable est à écarter. En conséquence, celui-ci n'est soumis qu'aux seules règles de contrôles a posteriori, et au contrôle de la cour des comptes³³¹.

B) Appréciations critiques sur la nature juridique du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

À première vue, la nature juridique du Conseil déontologique des valeurs mobilières ne suscite pas de débats, en effet, il s'agit là d'une personne publique de création législative ou encore d'une institution spécialisée de caractère public, qui bénéficie d'une autonomie

³²⁶ Article 10, du dahir portant loi n° 1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

³²⁷ Cette commission est prévu à l'article 108 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, et dont le taux est fixé par le ministre chargé des finances, dans la limite d'un plafond de 0,5 et actuellement déterminé par l'arrêté du même ministère, n° 2894. 94 du 24 octobre 1994 à 0, 1 de l'actif net des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

³²⁸ Article 11 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

³²⁹ Le contrôle financier sur les établissements publics est organisé par un texte général, il s'agit du dahir n°1 59 271 du 14 avril 1960 organisant le contrôle de l'Etat sur les offices, établissements publics et sociétés concessionnaires ainsi que sur les sociétés et organismes bénéficiant du concours financier de l'Etat ou des collectivités publiques (Bulletin Officiel du 22 avril 1960. p. 846).

³³⁰ Article 2 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

³³¹ A côté du contrôle financier, il convient de signaler également, le contrôle juridictionnel de la cour des comptes organisés par le dahir du 14 septembre 1979 portant promulgation de la loi relative à cette juridiction (Bulletin Officiel n°3190 bis du 20 septembre 1979, p. 564).

administrative et financière, et à laquelle a été confié le soin de s'assurer de la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières et de proposer à cette fin les mesures nécessaires, sous une tutelle de contrôle de l'Etat.

Ce contrôle étatique sur le Conseil déontologique des valeurs mobilières, qui rentre dans le cadre de la supervision générale sur les établissements publics, apparaît tout à fait normal. En ce sens que l'établissement public ne gère qu'une activité particulière qui doit être coordonnée avec la réalisation de l'intérêt général. Ce contrôle appelé dans certains cas tutelle, permet aux autorités étatiques d'avoir un droit de regard sur les organes de l'établissement, ainsi que sur leurs actes.

Sur le plan pratique, et conformément aux principes généraux de la tutelle administrative, ce contrôle se traduit par la nomination des organes de l'établissement et par l'approbation des décisions du conseil d'administration.

De ce fait, et sans hésitation, il est très facile, comme l'atteste d'ailleurs l'article premier du dahir portant loi n° 1.93.212 sur le Conseil déontologique des valeurs mobilières de confirmer la nature administrative de cet organisme.

Toutefois, le pouvoir de sanction, mais aussi de constatation des infractions octroyées au Conseil déontologique des valeurs mobilières par le dahir de 1993, doublé d'un pouvoir disciplinaire qui ne cesse de se renforcer au fil du temps, laisse beaucoup à dire sur le devenir de la qualification d'une telle institution.

Aussi, la qualité des membres qui composent le conseil d'administration du Conseil déontologique des valeurs mobilières, l'existence d'une procédure contradictoire dans l'élaboration de ses décisions, et enfin l'obligation qui lui est assignée en matière de la motivation des décisions rendues, sont autant des facteurs susceptibles d'atténuer son caractère administratif.

Ces réflexions nous rappellent le délicat problème relatif à la distinction entre organe administratif et organe juridictionnel, qui n'est d'ailleurs pas très facile à opérer. La référence

aux critères adoptés par la chambre administrative de la cour suprême, à la fin des années cinquante, pour marquer cette démarcation est très pertinente³³².

Ainsi, les conclusions tirées de cette jurisprudence, font que le caractère d'autorité administrative s'explique par sa composition, essentiellement de fonctionnaires, par la procédure d'élaboration de ces décisions qui n'est pas contradictoire, et aussi, par l'absence d'obligation de motiver ses décisions.

Sur cette analyse jurisprudentielle, la nature juridique du Conseil déontologique des valeurs mobilières peut susciter un débat. Cette institution ne pouvait-elle pas être qualifiée de quasi-juridiction. Certes, on ne peut répondre que par la négation, tout en confirmant la nature administrative de cet organisme public.

En attendant l'avènement d'autres réformes susceptibles de mieux éclairer ces réflexions, force est de constater, dans l'état actuel des choses, qu'on est en présence d'une institution spécialisée de caractère public, plus autonome que véritablement indépendante.

L'absence d'efficacité, doublée d'un étatismes du Conseil déontologique des valeurs mobilières ne laisse plus aucun doute à cette qualification.

Pour conclure, on ne peut pas s'en passer de rappeler le caractère fort de l'acquis, dont est doté le conseil déontologique des valeurs mobilières. En effet, celui-ci est à l'instar de son homologue français « l'Autorité des marchés financiers », dispose de la personnalité morale, ce qui lui permet toute possibilité d'ester en justice.

En outre, cette personnalité juridique tolère aux épargnants et aux acteurs de la place qui s'estiment liés par une décision du Conseil déontologique des valeurs mobilières, d'engager le recours directement contre lui, pour demander la réparation des dommages occasionnés par le Conseil déontologique des valeurs mobilières en cas de faute lourde de sa part.

³³² OUAZZANI Chahdi Hassan, « *Droit administratif* », 2^{ème} éd, Maroc, 1998. p 5.

Cette possibilité d'ester en justice conduisait aussi le Conseil déontologique des valeurs mobilières à se pourvoir en cassation, et réciproquement, un pouvoir dirigé contre lui était possible.

Paragraphe 2 : Le (CDVM) : un véritable gendarme du marché.

Les missions du Conseil déontologique des valeurs mobilières sont toutes entières contenues dans le premier article du dahir portant loi n° 1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières, en effet, à la fois symbole et raison d'être du Conseil déontologique des valeurs mobilières, celui-ci s'assure de la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières.

Le Conseil déontologique des valeurs mobilières est l'organe de protection de la place financière de Casablanca et de tout le marché marocain. La loi³³³ lui attribue des pouvoirs très larges que nous pouvons regrouper autour de trois axes essentiels :

- Le contrôle de l'information fournie par les personnes morales faisant appel public à l'épargne et sa diffusion.
- Le bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières.
- L'assistance du gouvernement dans l'exercice de ses attributions en matière de réglementation de ces marchés.

De même, le Conseil contrôle la pertinence de l'information exigée des personnes morales faisant appel public à l'épargne, au profit des détenteurs de valeurs mobilières et de la masse des épargnants.

Le champ d'activité du Conseil déontologique des valeurs mobilières est dès lors très vaste. Il se voit élargi d'avantage, avec l'avènement d'autres arrêtés réglementaires. Sa compétence dépasse le seul cercle des opérations boursières, car il surveille l'ensemble des valeurs mobilières au sens de l'article premier de la loi 35-96 relative au dépositaire centrale, dès lors qu'il y a appel public à l'épargne.

³³³ *Dahir portant loi n° 1.93.211 du 21 septembre 1993 relatif à la bourse des valeurs et article 1^{er} du dahir portant loi n° 1.93.213 du 21 septembre 1993 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

À cet égard, on comprend bien l'importance de ces deux notions d'appel public à l'épargne, et de valeurs mobilières. La première délimite le champ d'intervention du Conseil déontologique des valeurs mobilières. La seconde, détermine les instruments financiers concernés par cette intervention.

Notons que, les trois missions, évoquées ci-dessus, se chevauchent, même si elles sont indépendantes les unes des autres. En effet, le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières nécessite une protection de l'épargne publique, qui passe la plupart du temps par le contrôle de l'information diffusée, soit antérieurement au lancement d'une opération financière soit postérieurement à celle-ci.

Ces missions profitent aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières de deux manières : D'une part, en tant qu'intermédiaire, entre les épargnants et le marché boursier, elles leur permettent de bénéficier d'une information fiable pour opérer leurs placements sur le marché financier. D'autres part, en tant qu'organisme faisant appel public à l'épargne dans le cadre des Sociétés d'investissement à capital variable, elles sont tenues de publier à leur tour des informations, au profit des souscripteurs des actions qu'elles émettent.

Ne rentre pas dans l'objectif de ce paragraphe d'explicitier d'une façon exhaustive l'ensemble des attributions du Conseil déontologique des valeurs mobilières. Seules seront étudiées les missions qui touchent directement aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, en matière de contrôle des informations diffusées pour le public des épargnants (A), du contrôle sur les organes (B), et enfin, en ce qui concerne les pouvoirs de cette institution sur les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (C).

A- La fonction du contrôle de l'information.

L'information financière constitue la pierre angulaire du marché financier, au point où certains auteurs, ont assimilé l'information à un bien qui nécessite et mérite une protection au même titre que n'importe quel autre bien. C'est d'ailleurs pourquoi, certains délits, lourdement sanctionnés, sont liés à l'information. Ainsi en est-il du très médiatique « délit d'initié » qui se définit comme étant « L'utilisation frauduleuse d'informations privilégiées » ou encore le délit « de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ».

Le but de ce contrôle externe des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières est de faire en sorte que les actionnaires ou porteurs de parts, ainsi que le grand public pouvait confier leur argent à des structures d'accueil de l'épargne, pour les gérer, ce qui implique un contrôle préventif a priori.

En outre, le Conseil déontologique des valeurs mobilières, doit vérifier que les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, une fois agréés, respectent bien les lois en vigueur, ce qui induit à un contrôle permanent a posteriori.

De ce fait, à l'instar du dahir sur le Conseil déontologique des valeurs mobilières, le texte de loi relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières envisage certaines formes de contrôle d'information imposées aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, tout en prenant en considération leur spécificité. On distingue, habituellement, l'information préalable, l'information périodique, auxquelles il convient d'ajouter l'information permanente.

En revanche, il n'entre pas dans les attributions du Conseil déontologique des valeurs mobilières, de discuter l'opportunité des décisions de la direction quant à la gestion des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, si celle-ci reste, bien sûr, dans le cadre légal.

1- Contrôle préalable.

Ce contrôle s'exerce en premier lieu au niveau des agréments, en effet, l'obtention d'une autorisation pour exercer la gestion collective de l'épargne dans le cadre d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, nécessite la mise en application d'une procédure définie par la loi. C'est ainsi que les promoteurs du projet de création d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières doivent constituer un dossier d'agrément dont le contenu est défini par l'arrêté n°2896/94 du ministère des finances³³⁴.

³³⁴ Arrêté n°2896/94 du 24 octobre 1994 fixant la liste des documents du dossier accompagnant les demandes d'agrément des projets de statuts des sociétés d'investissement à capital variable. Conformément à l'article 33 du dahir portant loi n° 1.93.213 (du 21 septembre 1993) et ceci après avis émis par le Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Bien plus, après obtention de cette autorisation de fonctionnement et préalablement à l'émission de leurs premières actions ou parts dans le public, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, doivent soumettre au visa du Conseil déontologique des valeurs mobilières, un document destiné à l'information du public portant sur son organisation, et sa situation financière. Ce document connu sous l'appellation de note d'information, trouve son fondement dans le sens de la souplesse, dans le dahir relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières³³⁵.

À travers ce contrôle, le Conseil déontologique des valeurs mobilières vise à améliorer quantitativement et qualitativement les informations diffusées par les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Pour ce faire, le conseil peut demander toutes explications, justifications, ou modifications à apporter au sujet des renseignements y figurant sur la note. Si l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ne satisfait pas les exigences du conseil, celui-ci peut refuser la délivrance du visa.

De même, dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été relevées dans cette note, le Conseil déontologique des valeurs mobilières peut exiger de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, qu'il procède à des publications rectificatives susceptibles d'amener l'épargnant à mieux déterminer son orientation³³⁶.

2- Contrôle périodique.

Alors que le contrôle a priori concerne la période d'avant appel public à l'épargne, celui-ci réalisé a posteriori, vise, quant à lui, celle d'après cet appel, c'est-à-dire la vie sociale de l'organisme.

L'information dont il s'agit ici est celle préalable et postérieure à l'assemblée générale pour l'approbation des comptes de l'exercice.

Ainsi, le Conseil déontologique des valeurs mobilières contrôle le respect, par les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, de leurs obligations d'information à

³³⁵ Article 20, alinéa 3 du dahir portant loi n° 1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

³³⁶ Article 23 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations des personnes morales faisant appel public à l'épargne.

l'égard des souscripteurs, et du public ainsi qu'à son égard lui-même et leur conformité avec les renseignements fournis par les règles en vigueur.

L'information a posteriori, est caractérisée, par la mise à la disposition des actionnaires ou porteurs de parts, quinze jours au moins avant la tenue de l'assemblée générale ordinaire de la société d'investissement à capital variable ou de la société de gestion de fonds commun de placement, de l'ordre du jour, , des projets de résolution de conseil, l'inventaire des éléments de l'actif et du passif, les états de synthèse de l'exercice écoulé, y compris le bilan, le compte des produits et charges, l'état des soldes de gestion, le tableau de financement et l'état des informations complémentaires, le rapport du commissaire aux comptes et le rapport du conseil d'administration de la Société d'investissement à capital variable ou de l'établissement de gestion sur l'exercice écoulé³³⁷.

Les procès-verbaux qui découlent de ces assemblées, qu'elle soit ordinaire ou extra ordinaire, doivent être transmises, au Conseil déontologique des valeurs mobilières, quinze jours au plus tard après leur tenue³³⁸.

Dans le même cadre d'idée, le Conseil déontologique des valeurs mobilières se voit également confier la tâche de contrôler l'ensemble des documents comptables et financiers exigés des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Cette surveillance se manifeste à deux niveaux : D'une part, c'est lui qui détermine le contenu et les modalités des publications annuelles, semestrielles, trimestrielles, mensuelles et hebdomadaires. D'autre part, il exige la transmission de ces mêmes documents, à ses instances pour faire l'objet d'une vérification dans le cadre de la protection de l'épargne publique.

Si le dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, exige de ces derniers, la publication annuelle et semestrielle, les autres publications sont une pure création du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

De manière générale, le Conseil déontologique des valeurs mobilières recommandait aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et aux sociétés faisant appel

³³⁷ Article 16 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

³³⁸ Article 7 de la circulaire n°04/00 relative aux documents comptables et financiers exigés des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

public à l'épargne, dans le cadre de ces circulaires, des documents comportant non seulement les informations prescrites par la loi, mais également, celle susceptible d'éclairer l'épargnant et de gagner sa confiance.

C'est en vertu, de cette circulaire que les documents financiers et comptables des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières contiennent non seulement un rapport annuel et semestriel mais aussi d'autres rapports, notamment, trimestriels, mensuels et hebdomadaires³³⁹. Le dahir de 1993, laisse le soin au Conseil déontologique des valeurs mobilières de fixer le contenu et la présentation de ces publications.

Dans la circulaire évoquée ci-dessus, le Conseil déontologique des valeurs mobilières faisait remarquer que seuls les rapports annuels et semestriels doivent être publiés dans un journal d'annonces légales³⁴⁰, respectivement au plus tard six mois après la clôture de l'exercice et trente jours de à compter de la fin du premier semestre de chaque exercice³⁴¹. Le Conseil déontologique des valeurs mobilières estimait aussi nécessaire de transmettre l'ensemble de ces documents, ceux publiés ou non, à ses instances pour vérification.

B) La fonction de surveillance des organes sociaux.

Cette fonction consiste concrètement à s'assurer que les différentes transactions ainsi que les agissements des professionnels ne porte pas atteintes aux principes de transparences et d'intégrité du marché en vue d'assurer l'égalité des investisseurs.

Bien que cette surveillance se fasse déjà d'une manière indirecte par le contrôle de l'information issue de ces organes, la loi donne l'occasion au Conseil déontologique des valeurs mobilières d'exercer un contrôle sur ces derniers, à la fois lors de leurs nomination ainsi que durant l'exercice de leur fonction.

³³⁹ *Circulaire n°04/00 qui précise les dispositions de l'arrêté du ministre n° 2897/94 du 24 octobre 1994 conformément aux articles 89 et 90 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (cette circulaire abroge également la circulaire n°06/96 du 16 décembre 1996).*

³⁴⁰ *Arrêté du ministre des finances et des investissements n°2893/94 du 24 octobre 1994 fixant la liste des journaux d'annonces légales prévue à l'article 39 du dahir portant loi n°1.93.213 du 21 septembre 1993 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne. Cette liste est composé de : Al Alam, Al Bayane, Al Ittihad Al Ichtiraki, Al Maghrib, Rissalat al oumma, Bayane Al youm, La vie économique, L'économiste, le matin du sahara et du Magreb, Libération, L'opinion).*

³⁴¹ *Article 1 et 2 de la circulaire n°04/00 précédemment citée.*

Le renforcement de cette surveillance s'apprécie au regard des compétences du contrôle reconnu au Conseil déontologique des valeurs mobilières, sur le commissaire aux comptes (1), l'établissement dépositaire (2) et le contrôleur interne (3).

Ce droit de regard du Conseil déontologique des valeurs mobilières sur l'organisation et le fonctionnement des organes sociaux se comprend aisément en matière des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Il s'agit, là d'une récompense au vide créé par l'affaiblissement du pouvoir d'intervention des assemblées générales des actionnaires dans de nombreux domaines.

1-L'immixtion du Conseil déontologique des valeurs mobilières auprès du commissaire aux comptes.

Ce contrôle s'effectue à tous les niveaux. En effet, la nomination du commissaire aux comptes n'est effective qu'après son approbation par le Conseil déontologique des valeurs mobilières. L'appréciation de ce dernier passe par une vérification pertinente de l'ensemble des informations annexées au dossier de la demande d'agrément, notamment, la lettre d'acceptation, déclaration sur l'honneur, ainsi que la démarche et le programme de travail du commissaire aux comptes ventilé par rubrique de contrôle selon la nature de ses interventions³⁴².

À l'expiration de son mandat, et avant d'être reconduit dans ses fonctions par les organes compétents, le renouvellement de la nomination du commissaire aux comptes doit, également, être approuvé par le Conseil déontologique des valeurs mobilières. La même procédure évoquée ci-dessus, étant à respecter³⁴³.

2-L'établissement dépositaire.

De la même manière que l'institution du commissaire aux comptes, la dénomination de l'établissement dépositaire qui figure parmi les indications du projet des statuts, et qui

³⁴² Article 98 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

³⁴³ Article 3 de la circulaire n°03/01 précédemment cité.

accompagne le dossier d'agrément, et soumise au contrôle du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

En cours de vie sociale de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, et dans le cadre des moyens humains et techniques dont est doté pour accomplir ses missions dans les meilleures conditions, l'établissement dépositaire désigne un interlocuteur du Conseil déontologique des valeurs mobilières en ce qui a trait à ses missions tout en lui communiquant son identité dans un délai de quinze jours.

Bien plus, et pour mener à bien sa mission de contrôle sur les tâches du dépositaire, tout en s'assurant de leur égalité et leur efficacité, un manuel de procédures et un registre des contrôles sont mis à la disposition du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

3-Le contrôle interne.

La surveillance du Conseil déontologique des valeurs mobilières sur le contrôleur interne commence à partir de sa désignation. En effet, le gestionnaire l'informe par écrit de l'identité de la personne appelée à occuper cette fonction et ce, au plus tard, quinze jours à compter de sa nomination et lui remet à cet effet une fiche relatant l'ensemble de renseignements la concernant.

Le contrôle se poursuit également après sa nomination à travers le rapport trimestriel de contrôle qu'il élabore, et qui porte sur les moyens mis à sa disposition pour réussir sa mission, ainsi que les résultats de son activité au cours de la période considérée.

Aussi, toute irrégularité significative relevée dans l'exercice de sa mission, les mesures de régularisation envisagées, et donc tout changement significatif affectant la vie au sein de l'organisme sont signifiés au Conseil déontologique des valeurs mobilières par le contrôleur interne.

C) Pouvoirs du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Pour s'acquitter de sa mission de protection de l'épargne, et assurer avec efficacité le respect des obligations d'information par les Organismes de placement collectif en valeurs

mobilières, le législateur marocain a conféré, au Conseil déontologique des valeurs mobilières, à l'instar de ses homologues étrangers, des pouvoirs étendus liés à la gestion de l'épargne publique (3) et d'investigation (2), auxquels il faut ajouter ses interventions en matière normative (1).

Quant au pouvoir de sanction, nous le traiterons de manière plus détaillée dans le second chapitre de cette présente partie.

1-Le pouvoir réglementaire et para réglementaire du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Le Conseil déontologique des valeurs mobilières ne dispose pas d'un véritable pouvoir réglementaire direct.

Le principe constitutionnel, veut que, les actes réglementaires relèvent de la compétence de l'organe exécutif et puissent revêtir divers aspects selon les autorités qui les prennent et selon les formes établies lors de leur élaboration. À cet égard, on distingue le décret, pour qualifier généralement les actes réglementaires émanant du Premier ministre, d'arrêtés pour désigner les décisions des ministres³⁴⁴.

En droit boursier, la réglementation prend souvent la forme d'arrêtés édictés par le ministère de l'économie et des finances, autorité de tutelle. Dans ce cadre, le pouvoir d'intervention du Conseil déontologie des valeurs mobilières se manifeste à travers son assistance au gouvernement dans l'exercice de ses compétences réglementaires. Il ne dispose donc pas d'un véritable pouvoir réglementaire qui lui est propre et direct³⁴⁵.

Aux actes réglementaires de portée générale et impersonnelle, on oppose, selon le critère matériel qui prend en considération le contenu des décisions administratives, les actes individuels édictés par le ministère de tutelle. Ici encore, les décisions ne sont prises qu'après avis ou proposition du Conseil déontologique des valeurs mobilières³⁴⁶.

³⁴⁴ Article 63 de la constitution marocaine de 1996.

³⁴⁵ Article 1, alinéa 3 du dahir portant loi n° 1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

³⁴⁶ L'exemple le plus concret qu'on peut citer est celui de l'octroi de l'agrément.

Si la collaboration du Conseil déontologique des valeurs mobilières, avec le ministère de tutelle est claire sur le plan réglementaire, tel n'est pas le cas à propos de son intervention en matière de décision individuelle. De ce fait, l'idée par le souci d'éviter toute ambiguïté, notre réflexion nous amène à s'interroger sur la nature, et la force juridique des avis émis par le Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Personne ne peut nier l'importance que revêt le Conseil déontologique des valeurs mobilières pour donner son avis sur les mesures à prendre. Cependant le silence de législateur sur la nature de cet avis nous conduit à tâtonner entre un avis facultatif, obligatoire et conforme ou impératif. Certes, la première forme est écartée, étant donné que cette consultation est prévue par le texte de la loi. Dans les deux autres formes, le ministère des finances est obligé de demander l'avis de conseil déontologique des valeurs mobilières avec une différence selon qu'il s'agit pour l'autorité des tutelles de ne pas suivre « avis obligatoire » ce qui lui laisse une liberté d'apprécier la décision finale ou de suivre impérativement l'avis « avis conforme³⁴⁷ ».

Dotée d'une force réglementaire, apparaissent également, les circulaires édictées, cette fois-ci, par le Conseil déontologique des valeurs mobilières³⁴⁸.

À ce titre, le Conseil déontologique des valeurs mobilières est habilité par la loi à édicter des normes impératives. C'est ainsi par exemple que l'article 53 du dahir du 21 septembre 1993 relatif à la Bourse des valeurs a chargé le Conseil déontologique des valeurs mobilières d'arrêter la liste, le modèle ainsi que la périodicité de transmission des documents que les sociétés de bourse sont tenues d'établir, objet de la circulaire n°03/00 du 14 juillet 2000.

³⁴⁷ *Dans le cadre de consultations éventuelles qui peuvent précéder une décision administrative, il convient de préciser que très souvent cette dernière ne peut être prise qu'après consultation d'un organisme chargé de donner un avis sur la mesure à prendre, trois sortes d'avis sont à distinguer :*

-l'avis facultatif, qui n'est pas en principe prévu par un texte ou même un texte le prévoit, il ne l'impose pas à l'administration. Celle-ci peut le solliciter spontanément mais elle n'est pas tenue de le suivre à fortiori.

-l'avis obligatoire, quant à lui, il est imposé par un texte qui le prévoit, tout en laissant à l'administration la liberté d'appréciation en ce qui concerne la décision finale, si l'administration est obligé de demander l'avis, elle n'est pas tenue de le suivre.

-l'avis conforme ou avis impératif, à ce niveau, l'administration se trouve dans l'obligation non seulement de demander l'avis, elle n'est pas tenu de le suivre.

³⁴⁸ *Article 4 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.*

La circulaire est une « *prescription que les chefs de service donnent aux fonctionnaires placés sous leurs autorités en ce qui concerne l'interprétation et l'application des lois et règlements*³⁴⁹ », leur force juridique nous amène à les distinguer des circulaires interprétatives.

Plusieurs arguments militent en faveur de cette confirmation. Certaines circulaires du Conseil déontologique des valeurs mobilières ont pour objet d'explicitier les dispositions du dahir, d'autres interviennent pour préciser les actes réglementaires édictés par les autorités de tutelle, d'autres, enfin, modifient, l'ordonnancement juridique en vigueur, et instaurent de nouvelles dispositions à la réglementation juridique aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou en instituant des droits nouveaux à leur profit. A ce titre, l'on peut citer la circulaire n°05/97 du 17 mars 1997 relative à la publication d'informations importantes qui « permet d'aider les sociétés cotées à déterminer les faits qui peuvent constituer une information importante ou la circulaire n°06/97 du 17 mars 1997 relative à l'information privilégiée qui a pour objet d'explicitier la définition de l'information.

Si la force juridique de ces circulaires est incontestable, elles peuvent par conséquent, faire l'objet d'un recours en annulation pour excès de pouvoir.

2-Pouvoir d'investigation.

Pour assurer une meilleure efficacité de ses interventions en matière de contrôle, la loi a doté le Conseil déontologique des valeurs mobilières de moyen d'action très large.

À cet effet, les enquêteurs du Conseil peuvent, pour les nécessités de l'enquête, de se communiquer tous documents quel qu'en soit le support, c'est-à-dire, sous forme papier ou informatique³⁵⁰.

Ils peuvent également pour les mêmes fins, enquêter et convoquer toute personne ayant des relations juridiques ou financières avec l'entité en question, une fois que cela est susceptible de leur fournir des informations supplémentaires³⁵¹.

³⁴⁹ DE LAUBADERE, (A.), « *Traité de droit administratif* », LGDJ- Paris, 8^{ème} édition, 1979, p. 323.

³⁵⁰ Article 24, alinéa 1 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Le droit d'accéder à tous locaux à usage professionnel n'est pas écarté. Reste, seulement à signaler que le Conseil déontologique des valeurs mobilières dispose non pas d'un droit de perquisition, mais d'un droit de visite³⁵².

Les enquêtes réalisées par le Conseil déontologique des valeurs mobilières, couvrent un large domaine. Ce dernier, peut être amené à demander toutes explications ou justifications sur le contenu des notes d'informations, soumises à son visa à l'occasion d'un appel public à l'épargne³⁵³.

De même, lorsque les inexactitudes ou des omissions relevées dans les informations publiées au profit du grand public, l'autorité de contrôle peut exiger qu'il ait procédé à des publications rectificatives³⁵⁴.

Le pouvoir des enquêteurs est très fort, puisque toute personne qui fait obstacle à leur mission est susceptible d'être poursuivie. Sera également sanctionné toute personne agissant en qualité de représentant de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et qui donne des informations sciemment inexacts à ces derniers³⁵⁵.

Avant de procéder à une enquête proprement dite, le Conseil déontologique des valeurs mobilières peut opérer une sorte de pré-enquête. À cet effet, il sollicite l'intervention du commissaire aux comptes, pour procéder à des analyses ou vérifications complémentaires des comptes d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, lorsque cela lui paraissait nécessaire³⁵⁶.

³⁵¹ *Ibid.*

³⁵² Article 24, alinéa 3 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

³⁵³ Article 21, alinéa 1 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

³⁵⁴ Article 23, alinéa 1 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

³⁵⁵ D'après l'article 29 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières « L'amende est de 20 000 à 200 000 Dirhams, en cas de récidive, le contrevenant est puni d'un emprisonnement de trois mois à un an et d'une amende de 40 000 à 4000 000 dirhams ou de l'une de ces peines seulement ».

³⁵⁶ Article 22 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

En marge des moyens d'action, cités ci-dessus, le Conseil déontologique des valeurs mobilières est habilité à recevoir de tout intéressé, des réclamations ou plaintes qui rentrent dans sa compétence³⁵⁷.

3-Pouvoirs liés à la gestion de l'épargne publique.

Dans ce cadre, le Conseil déontologique des valeurs mobilières possède des pouvoirs étendus. C'est un véritable pouvoir de tutelle dont il dispose et qui se justifie par l'extension des modes de placement. En effet, la loi soumet à l'agrément du ministre des finances, obligatoirement avisé par le Conseil déontologique des valeurs mobilières, la constitution, la transformation, la fusion, la scission ou la liquidation d'un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

Cette fonction d'autorisation s'exerce deux formes principales : le visa et l'agrément.

On rappelle qu'en droit marocain, toute société de bourse et tout Organisme de placement collectif en valeurs mobilières doit préalablement à sa constitution être agréé par le Conseil déontologique des valeurs mobilières. En revanche, et contrairement en droit français, les sociétés de gestion ne sont pas soumises à l'agrément de Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Ainsi, l'agrément est une formalité exigée préalablement à la constitution de tout Organisme de placement collectif en valeurs mobilières³⁵⁸. D'après les termes de la loi³⁵⁹, tout Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ne peut être constitué que si le projet des statuts ou de règlement de gestion a été préalablement agréé par le ministre chargé des finances après avis du Conseil déontologique des valeurs mobilières³⁶⁰.

³⁵⁷ Article 34 du dahir portant loi n° 1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

³⁵⁸ Contrairement aux décret royal portant loi n°194/66 du 22 octobre 1966 relatif aux sociétés d'investissement à capital variable où le législateur marocain n'avait pas exigé un agrément sauf pour la société nationale d'investissement (SNI) doivent être approuvés par arrêté du ministre des finances » Bulletin Officiel (BO) n°2818 page 1243 du 2/11/66.

³⁵⁹ Article 15 et 21 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

³⁶⁰ Cette idée de l'avis du Conseil déontologique des valeurs mobilières, rentre dans le cadre du respect des règles de forme et de procédure pour l'élaboration d'une décision administrative et qu'on a tendance à considérer dans l'ensemble comme constituant ce qu'on appelle couramment la procédure administrative non contentieuse par opposition à la procédure administrative contentieuse qui s'applique devant les juridictions administratives. En effet, parmi ces formalités précédant l'acte, on trouve les consultations éventuelles qui

Autrement dit, avant que la décision d'agréer (ou ne pas agréer) soit prise, le texte prescrit à l'autorité compétente de prendre un avis auprès du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Etant donné que la nature de l'avis sollicité fait défaut, notre réflexion nous amène à conclure qu'il s'agit là d'un avis conforme, qui n'aurait par conséquent de mettre en place une coordination, mais opérerait un véritable partage de compétence entre le ministère (par le biais de son représentant), et le Conseil déontologique des valeurs mobilières³⁶¹.

Il faut donc reconnaître que cette autorisation ministérielle est une formalité nécessaire sinon obligatoire, pour que l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, puisse être constitué. Cette forme de contrôle, essentiellement d'opportunité, n'est pas exigée seulement lors de la constitution, mais, elle est également requise à l'occasion de toute modification statutaire³⁶², et en cas d'opérations de fusion, fusion scission, scission ou absorption d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières et ceci dans les mêmes conditions et formes prévues³⁶³ par la loi.

La philosophie de cet agrément a pour fondement principal, la protection des intérêts des épargnants, et par conséquent prévenir tout abus éventuel susceptible d'entraîner la déception des souscripteurs³⁶⁴. Le non respect de cette formalité, constitue une infraction susceptible de sanction pénale³⁶⁵.

pouvaient précéder une décision. A ce niveau une décision administrative n'est prise qu'après consultation d'un organisme chargé de donner un avis sur la mesure à prendre. La question qui s'impose ici, étant de savoir quelle est la nature juridique de l'avis donné par le Conseil déontologique des valeurs mobilières. S'agit-il d'un avis facultatif, obligatoire ou encore un avis conforme et impératif. Ce dernier est prévu par un texte qui l'impose à l'administration, celle-ci ne peut rien faire contrairement à cet avis. En principe, en cas d'absence de cette condition, seul l'avis obligatoire est retenu par le législateur. De ce fait, le ministre des finances est obligé de demander l'avis du Conseil déontologique des valeurs mobilières, mais il n'est pas tenu de le suivre, ce qui est aberrant, car le conseil est mieux placé pour donner ses avis dans ce sens.

³⁶¹ *OUAZZANI CHAHDI Hassan, Cours de droit administratif, Maroc, université Hassan II. Ain Chock, facultés des Sciences Juridiques et Sociales de Casablanca, 2000/2001, p. 20 et suivants.*

³⁶² *Article 35 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

³⁶³ *Article 32, 33, et 34 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.*

³⁶⁴ *D'après l'article 113 du dahir portant loi n°1. 93. 213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières « est punie d'une amende de 5 000 à 50 000 dirhams toute personne qui, agissant pour son compte ou pour le compte d'une autre personne physique ou morale, utilise indûment une dénomination*

Le législateur, pour éviter toute suspicion à cet égard et qui peut conduire à qualifier cet acte de discrétionnaire, a expressément indiqué, à travers un arrêté ministériel, toutes les conditions ainsi que les documents requis pour pouvoir bénéficier de cet agrément³⁶⁶.

Il a également fait référence, mais cette fois-ci à travers le texte de loi, à la procédure qui peut amener à l'octroi ou au refus d'une telle autorisation et aussi aux circonstances ainsi que les conditions d'un éventuel retrait.

Section 2

En France : l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Annoncée de longue date³⁶⁷, repoussées à deux reprises³⁶⁸, la création de l'Autorité des marchés financiers (AMF) a été présentée comme l'une des avancées législatives majeures de la loi de sécurité financière.

Au-delà de ses aspects les plus spectaculaires, qui tiennent à la « fusion » de deux autorités qui exerçaient des pouvoirs concurrents sur les marchés financiers que sont la Commission des opérations de bourse (COB) et le Conseil des marchés financiers (CMF), l'Autorité des marchés financiers simplifie pour ses acteurs de la gestion, les structures de la régulation, d'agrément et de sanction, puisqu'elle intègre dans une autorité unique les pouvoirs dévolus à la Commission des opérations de bourse, au Comité consultatif de la

commerciale, une raison sociale, une publicité, et de manière générale toute expression faisant croire qu'elle est agréée tant que Organisme de placement collectif en valeurs mobilières».

³⁶⁵ *D'après l'article 122 du dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières « seront punis d'un emprisonnement de six mois à deux ans et d'une amende de 100 000 à 200 000 dirhams ou de l'une de ces peines seulement, les dirigeants de droit ou de fait d'un organisme qui aura procédé à des placements collectif en valeurs mobilières et liquidités, sans que celui-ci ait été agréé conformément aux dispositions des articles 15 et 21 du présent dahir portant loi ou qui auront poursuivi leur activité malgré un retrait d'agrément ».*

³⁶⁶ *Arrêté n°2896/94 du 24 octobre 1994 fixant la liste des documents du dossier accompagnant les demandes d'agrément des projets des statuts des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, conformément à l'article 33 du dahir portant loi n°1.93.213 et ceci après avis émis par le Conseil déontologique des valeurs mobilières.*

³⁶⁷ *Voir discours de Laurent Fabius, Paris Europlace, 11 juillet 2000, la Tribune, 12 juillet 2000.*

³⁶⁸ *Cette réforme devait tout d'abord être intégrée dans la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques, puis dans un projet de loi « Réforme des autorités financières » déposé en Février 2001 sur le bureau de l'Assemblée nationale et finalement retiré.*

gestion financière (CCGF) ainsi qu'au conseil de discipline de la gestion financière (CDGF). À ce titre, les professionnels et les investisseurs auront désormais un interlocuteur unique (par exemple, l'initiateur d'une offre publique n'aura plus qu'un dossier à remettre à l'Autorité des marchés financiers).

Egalement, cette réforme devrait donner à la France une voix plus importante dans le concert européen et international de la régulation boursière. Cette régulation étant un élément essentiel de la compétitivité d'une place.

Enfin, la création de l'Autorité des marchés financiers s'explique par l'influence des réformes consolidant plusieurs institutions, opérées ces dernières années dans plusieurs pays européens dont le Royaume-Uni et l'Allemagne.

Cependant, certains auteurs évoquent déjà le risque que l'Autorité des marchés financiers développe une pensée unique³⁶⁹ qu'il sera difficile de contester en l'absence d'autres autorités lui faisant contrepoids. Ils préconisent un renforcement du contrôle du Parlement par rapport à celui exercé sur la Commission des opérations de bourse (COB).

Institution proche de la Commission des opérations de bourse dans son fonctionnement³⁷⁰, l'Autorité des marchés financiers est qualifiée par la loi de sécurité financière d'« *autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale* »³⁷¹. En vue de présenter la nouvelle autorité de régulation, il paraît nécessaire de revenir sur le Conseil des marchés financiers (CMF) et la Commission des opérations de bourse (COB), (Paragraphe 1) afin de mettre en évidence les apports, les améliorations ainsi que les lacunes de réforme (Paragraphe 2).

Paragraphe 1 : L'origine de l'AMF : La fusion de la Commission des opérations de bourse (COB) et du Conseil des marchés financiers (CMF).

³⁶⁹ PELTIER, (F.), « Fusion COB-CMF : Le risque de la pensée unique », AGEFI, 23 avril, 2003.

³⁷⁰ Il est frappant de constater que la composition, la mission et les pouvoirs de L'AMF sont construits par la loi de sécurité financière sur une modification des articles du Code monétaire et financier concernant la COB, alors que l'article 48 de la loi de sécurité financière abroge l'essentiel des dispositions légales relatives au Conseil des marchés financiers.

³⁷¹ Article L. 621-1 du Code monétaire et financier.

La mesure emblématique de cette loi réside dans la suppression de ce dualisme par la création de l'Autorité des marchés financiers, autorité boursière unique. L'étude du Conseil de discipline et de gestion financière (CDGF) sera écartée dans la mesure où celle-ci ne paraît pas essentielle (il sanctionne toute infraction aux lois et règlements applicables aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières ainsi que tout manquement aux règles de pratiques professionnelles pouvant nuire à l'intérêt des actionnaires ou des porteurs de parts).

L'analyse se concentrera ainsi sur le Conseil des marchés financiers (A) et la Commission des opérations de bourse (B).

A) Le Conseil des marchés financiers (CMF).

Le Conseil des marchés financiers, tout comme la Commission des opérations de bourse et l'entreprise de marché Euronext Paris SA, appartiennent à la catégorie des organes d'encadrement et de contrôle du marché.

1- La nature juridique du Conseil des marchés financiers.

Ce dernier, créé en 1996, qui était expressément qualifié par la loi, d'autorité professionnelle dotée de la personnalité morale³⁷², avait une nature juridique discutée³⁷³. D'abord analysé juridiquement comme un organisme de droit privé investi d'une mission de service public³⁷⁴, ce dernier semblait devoir être assimilé à une autorité administrative indépendante³⁷⁵. Enfin, la nature du Conseil de discipline de gestion financière n'était pas précisée par les textes, le Code monétaire et financier se contentant de préciser que le Conseil de discipline de gestion financière pouvant prononcer des sanctions disciplinaires en cas de manquements aux lois, règlements et pratiques professionnelles applicables de nature à nuire à l'intérêt des actionnaires ou des porteurs de parts ou des mandants³⁷⁶.

³⁷² *Code monétaire et financier, ancien article L. 622-1.*

³⁷³ *Pour un rappel de cette discussion, voir BONNEAU (Th). Bonneau et DRUMMOND (F.), « Droit des marchés financiers », *Economica*, 2001, n°311 ; LEPETIT (J-F.), « Etat, juge et régulateur », in « Régulateurs et juges, forum de la régulation », petites affiches, 23 janvier 2003, p 9.*

³⁷⁴ *MERKIN (C.), et DE SAINT-MARS (B.), « Le Conseil des marchés financiers », in *La modernisation des activités financières*, GLN-Joly Editions, 1996, p. 83.*

³⁷⁵ *Voir Conseil d'Etat, Rapport pour l'année 2001.*

³⁷⁶ *Article L. 623-2 du Code monétaire et financier.*

La personnalité désigne l'aptitude à être titulaire de droits et assujetti à des obligations. La personnalité morale désigne la fiction selon laquelle un groupement est considéré comme un sujet de droit en soi, une entité distincte de la personne des membres qui la compose. Les principaux attributs de cette personnalité sont le patrimoine et la capacité d'ester en justice.

La composition du Conseil des marchés financier est nettement professionnelle (à la différence de la COB) puisque 14 des 16 membres sont choisis après consultation de professionnels (représentant de grandes sociétés...) et les deux autres sont des personnalités qualifiées du marché financier.

2- Les pouvoirs du Conseil des marchés financiers.

Le Conseil des marchés financiers dispose d'un pouvoir réglementaire, il élabore ainsi un règlement général homologué par arrêté du ministre de l'économie et contient des dispositions relatives notamment aux offres publiques d'achat (OPA), aux prestataires de services d'investissement. Ce règlement, il le fait appliquer par des décisions de portée générale ou individuelle.

Il a également un pouvoir d'injonction, il n'en dispose pas directement mais il peut saisir le président du tribunal de grande instance de Paris afin que ce dernier ordonne le respect des dispositions du chapitre du code monétaire et financier relatif aux opérations sur le marché financier. Il bénéficie pour ce faire d'un pouvoir d'astreinte.

Enfin, le Conseil des marchés financiers a un pouvoir disciplinaire à l'égard des prestataires de services d'investissement, des membres du marché réglementé, de l'entreprise de marché et de la chambre de compensation. De plus, en cas de manquement à des obligations professionnelles prévues par la loi ou les règlements, le Conseil des marchés financiers a un pouvoir de police.

Ce pouvoir disciplinaire peut être conséquent puisqu'il peut varier de l'avertissement à l'interdiction temporaire ou définitive d'exercer une activité. La sanction peut également être pécuniaire et son montant très important (de 750000 euros au décuple du profit réalisé grâce à l'infraction).

Le Conseil des marchés financiers, disposant de larges pouvoirs, est soumis à un contrôle de la Cour d'appel de Paris pour ses décisions individuelles, en matière disciplinaire il s'agit du Conseil d'Etat.

L'Autorité des marchés financiers et le Conseil des marchés financiers (contrairement à la Commission des opérations de bourse (COB) et au Conseil disciplinaire de gestion financière (CDGF) dispose de la personnalité morale or, comme la COB la nouvelle autorité sera indépendante.

B) La Commission des Opérations de Bourse (COB).

Elle a été créée par une ordonnance de 1967. À l'origine, elle disposait de peu de pouvoirs, ainsi en 1985 elle fût dotée d'un pouvoir réglementaire, en 1989 d'un pouvoir de sanction et en 1996 (Loi MAF), elle fût qualifiée d'autorité administrative indépendante. Une autorité administrative indépendante est un organisme administratif parfois doté de la personnalité juridique et pourvu de pouvoir réglementaire et juridictionnel.

1- La nature juridique de la COB.

Il s'agit donc d'une autorité administrative indépendante. Elle est composée de neuf membres et de son président et, à la différence du Conseil des marchés financiers qui atteste d'une coloration professionnelle, la Commission des opérations de bourse est composée de grands fonctionnaires de l'Etat.

2- Ses pouvoirs.

Elle a pour mission de veiller à la protection de l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement du marché financier. À ce titre, elle dispose de quatre pouvoirs.

Son pouvoir réglementaire lui permet d'élaborer des règlements relatifs au fonctionnement du marché ainsi que des dispositions relatives aux pratiques professionnelles qui s'imposent aux personnes faisant appel public à l'épargne (APE), aux personnes qui

interviennent pour des opérations sur des titres placés par appel public à l'épargne, et enfin, aux personnes qui gèrent individuellement ou collectivement des titres.

S'agissant de l'application et de l'interprétation de ces règlements, la Commission des opérations de bourse peut émettre des instructions, des recommandations et être consultée par le biais du rescrit.

À l'aide de son pouvoir d'enquête elle peut rechercher les auteurs d'infractions à sa réglementation, elle dispose donc d'un véritable pouvoir de police.

Ce pouvoir peut être autonome ou sous contrôle judiciaire. Tel est le cas pour les délits boursiers (délit d'initié, délit de communication d'informations privilégiées, communication de fausses informations au public et manipulation des cours de bourse).

La Commission des opérations de bourse peut enfin demander la mise sous séquestre de fonds, valeurs appartenant aux personnes en cause et l'interdiction temporaire de l'activité.

Cette autorité bénéficie d'un pouvoir d'injonction direct (il est donc inutile de passer par un juge). La Commission des opérations de bourse peut ainsi enjoindre la personne concernée de respecter sa réglementation.

L'injonction peut également être judiciaire lorsque certaines pratiques ne respectent pas, non pas la réglementation de la Commission des opérations de bourse, mais les lois et règlements et portent ainsi atteintes aux droits des épargnants.

Elle peut infliger des sanctions administratives si la pratique en cause est incompatible avec sa réglementation et a pour effet de fausser le fonctionnement du marché (la sanction pouvant aller de 1,5 million d'euros au décuple du profit réalisé grâce à l'infraction)

Le pouvoir de sanction de cette autorité a été critiqué ainsi que son exercice. En effet ce pouvoir paraît opportun car cela permet de sanctionner rapidement (la procédure étant plus expéditive que la procédure pénale). Cependant, ce pouvoir étant répressif, il entre dans le champ de la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH) et notamment dans le cadre de son article 6 (procès équitable, droit de la défense, présomption d'innocence). De plus,

beaucoup de sanctions ont été annulées au motif d'une absence de réelle séparation des pouvoirs concernant le pouvoir d'instruction et de sanction.

Il convient à présent d'étudier la nouvelle autorité au regard de la loi du 1^{er} Août 2003 et de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010. Dans quelle mesure l'Autorité des marchés financiers constitue elle une innovation au regard des deux institutions précédentes ? A-t-elle tiré les leçons du passé, particulièrement au regard du droit européen ?

Paragraphe 2 : La réforme vers l'unification du régime de contrôle de la gestion financière.

La loi de sécurité financière et son décret d'application ont apporté plusieurs innovations institutionnelles en instaurant l'Autorité des marchés financiers. En premier lieu, ils rejettent l'appellation d'autorité administrative indépendante au profit de celle d'autorité publique indépendante jusqu'alors inconnue. Ce faisant, et en second lieu, ils dotent l'Autorité des marchés financiers de la personnalité juridique, ce dont généralement ne bénéficiaient pas jusqu'alors les autres autorités de régulation (on exceptera le cas du Conseil des marchés financiers). Ils lui accordent également une autonomie financière renforcée en prévoyant son financement par l'instauration de prélèvement sur les opérations financières et sur les opérateurs contrôlés. De telles nouveautés ne manquent pas de soulever un certain nombre de questionnements relatifs à la nature juridique de l'Autorité des marchés financiers. « *Aux côtés de l'État, des collectivités territoriales et des établissements publics, se dessine peut-être une nouvelle catégorie juridique* ». ³⁷⁷

La loi de sécurité financière institue donc une nouvelle autorité boursière dont le prestige est renforcé par l'attribution de la personnalité morale et dont les caractères indépendants et publics sont affirmés. Il conviendra notamment d'analyser l'intérêt de la reconnaissance de la personnalité morale (A).

³⁷⁷ LINOTTE, (D.), « *L'Autorité des marchés financiers, précurseur d'une évolution ?* » : *AJDA*, 2003, p. 2001.

Enfin, la loi a élargi le champ de compétence de l'Autorité des marchés financiers par rapport à celui de ses prédécesseurs et renforce significativement les droits de la défense dans la procédure de sanctions (B).

A) Le paysage institutionnel de l'Autorité des marchés financiers.

En ce qui concerne la qualification, le législateur crée une nouvelle catégorie de personnes juridiques de droit public en qualifiant l'Autorité des marchés financiers d'autorité publique indépendante (API).

S'agissant de sa composition, on distingue les organes individuels (le Président et le secrétaire Générale) des organes collectifs (le Collège plénier, véritable organe de direction, et la Commission des sanctions chargée de prononcer les sanctions administratives et disciplinaires qui relèvent des compétences de l'Autorité des marchés financiers).

1- L'Autorité des marchés financiers est une autorité.

La volonté du législateur a été de conférer à l'Autorité des marchés financiers un véritable statut d'autorité, et non de constituer un simple comité consultatif ou une nouvelle autorité sans réel pouvoir coercitif, ce qui a pu faire dire à certains auteurs que l'Autorité des marchés financiers est à la fois « un législateur, un policier, et un juge³⁷⁸».

Aux termes de l'article L. 621-1 du Code monétaire et financier, l'Autorité des marchés financiers se voit confier trois missions : la protection de l'épargne, l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés, ce qui constitue mot par mot la définition de la mission de la Commission des opérations de bourse. Les changements induits par la création de l'Autorité des marchés financiers sont néanmoins beaucoup plus profonds que ne laisse présager la simple reprise de la mission anciennement dévolue à la Commission des opérations de bourse³⁷⁹.

³⁷⁸ BONNEAU. (Th.), « Des nouveautés bancaires et financières issues de la loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière » JCP, éd. E, 2003, p 1470. De manière plus générale, M-A FRISON ROCHE (M-A), « Comment fonder juridiquement le pouvoir des autorités de régulation » : Rev.éco.fin., n°60, 2000, sécurité et régulation financière, p 85 ; BEZARD (P.), « le nouveau visage de la commission des opérations de bourse (La loi « sécurité et transparence du marché financier » et la COB, RID comp. 1989, p 9676.

³⁷⁹ Nous n'aborderons pas dans cette étude les conséquences de la création de l'AMF sur la régulation des marchés financiers. La similitude de la mission et du mode de fonctionnement de l'AMF et de la COB a

Ainsi, dans le domaine de la gestion, l'ensemble des compétences octroyés autrefois à la Commission des opérations de bourse, au Comité consultatif de la gestion financière et au Conseil de discipline de gestion financière en matière d'agrément, de surveillance et de sanction des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et des prestataires exerçant une activité de gestion pour le compte du tiers est désormais dévolus à l'Autorité des marchés financiers.

2- L'Autorité des marchés financiers, une autorité publique.

L'instauration d'une nouvelle autorité indépendante pour réguler les marchés financiers s'inscrit dans un mouvement qui remonte à la fin des années 1960 (avec la création de la COB) et qui a conduit à confier à un certain nombre d'autorités indépendantes le soin de régir et coordonner en lieu et place des autorités ministérielles diverses. Ce mouvement manifeste la volonté de réformer l'État et d'inventer une façon inédite de régir le comportement des opérateurs en usant de nouvelles méthodes de régulation qui associe aux représentants de l'État des professionnels et des experts. Le choix français s'est porté sur un mode de régulation sectoriel qui confie aux autorités indépendantes de larges pouvoirs :

- Enoncer des règles de portée générale ;
- Contrôler et sanctionner les comportements ;
- Inciter à l'adoption de certaines conduites ;
- Trancher des litiges, etc.

En d'autres termes, et pour reprendre les mots de M-A. Frison-Roche, la régulation vise à user des règles de droit *“pour organiser artificiellement les rapports de force et les construire de telle façon qu'ils puissent ensuite produire à leur tour de l'équilibre”*³⁸⁰.

frappé de nombreux acteurs. Sur les critiques adressés à l'encontre de la création d'une autorité unique et la disparition subséquente du CMF, voir notamment FERRANDON (E.) « L'autorité des marchés financiers au cœur de la réforme de la régulation financière », in « cahiers français », n° 313, Concurrence et régulation des marchés, mars avril, 2003, la documentation française ; CONAC (P.H), La fusion de la COB et du CMF, Mélanges AEDBF III, Banque édition, 2001 ou F. Peltier, « Le risque hégémonique de la protection de l'épargne dans la fusion COB-CMF » : RD bancaire et financier, n°3, mai juin 2003, p 185, qui redoute que la fusion de la COB et du CMF ne fasse disparaître « ce dualisme de sensibilité » qui caractérisait les deux institutions. Pour les acteurs de la gestion, l'avènement de l'AMF et la définition de sa mission comportent intrinsèquement le risque que la protection de l'épargne devienne l'objectif essentiel de l'AMF, au détriment peut être du bon fonctionnement de l'industrie elle-même et de l'innovation financière.

³⁸⁰ FRISON-ROCHE, (M-A), « La régulation, objet d'une branche du droit », LPA 3 juin 2002, p. 5

En effet, étant le fruit de la fusion de la Commission des opérations de bourse, du Conseil des marchés financiers, du Conseil consultatif de la gestion financière et du Conseil de discipline de gestion financière, le statut de l'Autorité des marchés financiers est une création juridique qui a fait couler beaucoup d'encre³⁸¹.

Le choix du statut d'autorité publique indépendante rappelle que l'Autorité des marchés financiers, issue de la fusion d'une autorité administrative et d'une autorité professionnelle, est une autorité publique et non professionnelle. Une telle affirmation était souhaitable et n'est guère surprenante dans le contexte international de l'après-Enron (qui incite à ce que les professionnels soient minoritaires). De plus, la directive « abus de marché » impose le caractère administratif de cette autorité. L'Autorité des marchés financiers s'inscrit donc juridiquement davantage dans la filiation de la Commission des opérations de bourse que dans celle du Conseil des marchés financiers.

Enfin, la substitution du terme « publique » au terme « administratif » s'explique par le fait que l'Autorité des marchés financiers dispose de la personnalité morale.

L'Autorité des marchés financiers est une autorité publique, ce qui la distingue du Conseil des marchés financiers qui faisait une place importante aux milieux professionnels lors de la nomination de ses membres. En ce qui concerne l'Autorité des marchés financiers, les professionnels ne jouent un rôle de consultation que pour la nomination de six des seize membres qui composent le collège, le ministre chargé de l'économie étant l'autorité de nomination. On constate dès lors, que le choix du législateur a été d'accorder une place prépondérante à l'État dans la désignation des membres de l'autorité.

Ceci ne remet toutefois pas en cause la recherche d'efficacité de l'Autorité des marchés financiers qui repose pour partie sur la présence en son sein d'experts de tous bords lui permettant non seulement d'être légitime auprès des professionnels mais également de mener une action efficace.

³⁸¹ *BUSSIÈRE Fabrice, « La gestion collective dans la loi de sécurité financière : entre modernisation et sécurité », op.cit, p. 563.*

3- L'Autorité des marchés financiers, une autorité indépendante.

L'Autorité des marchés financiers est ensuite une autorité indépendante. De ce point de vue, la loi de 2003 n'a pas rompu avec la qualification attribuée à la Commission des opérations de bourse. L'indépendance dont il est question ici est une indépendance fonctionnelle, ce qui signifie que l'Autorité des marchés financiers n'est pas en principe inscrite dans la hiérarchie administrative. En ce sens, elle doit être indépendante non seulement du pouvoir politique et des modifications des choix politiques mais également des représentants des secteurs régulés. Toutefois, des doutes ont pu être émis en raison du fait que c'est la loi qui définit ses missions et accorde les ressources nécessaires à l'accomplissement de ses missions.

De même la présence d'un commissaire du gouvernement, représentant le ministre de l'Économie, qui par ailleurs homologue le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, a pu paraître remettre en cause son indépendance. Toutefois, c'est bien parce que cette autorité est dotée d'une réelle indépendance qu'il a été jugé nécessaire de prévoir la présence d'un commissaire du gouvernement, doté d'un simple pouvoir de demander une seconde délibération, afin d'assurer une cohérence des politiques publiques en matière de régulation des marchés financiers.

Certains auteurs ont donc préféré parler d'autonomie, en ce que l'Autorité des marchés financiers dispose de la liberté de déterminer le mode de régulation qu'elle entend mettre en oeuvre. C'est également elle qui fixe la politique qu'elle souhaite mettre en place et choisit les moyens d'y parvenir.

Cette indépendance est renforcée par la dotation de la personnalité morale.

4- L'AMF, une autorité dotée de la personnalité morale.

Les raisons de l'attribution de cette personnalité sont diverses. La première est de lui accorder une autonomie financière (ceci renforçant inévitablement son indépendance).

Le Conseil d'Etat a considéré que les redevances perçues par la Commission des opérations de bourse ne l'étaient pas pour service rendu mais étaient en réalité des taxes. De ce fait, l'attribution de la personnalité morale à l'autorité des marchés financiers était

nécessaire pour lui permettre de bénéficier directement du montant des sommes qu'elle prélève sur les opérations financières et sur les acteurs contrôlés (environ 50 millions d'euros par an).

Cette autonomie financière est un gage d'indépendance vis-à-vis des pouvoirs publics et fait de l'Autorité des marchés financiers un véritable prestataire de services d'autant mieux rémunéré qu'elle remplit efficacement ses missions.

La deuxième consiste à responsabiliser davantage l'Autorité des marchés financiers puisqu'elle sera directement responsable de ses fautes. Son statut est ainsi harmonisé par rapport à celui des principales Commissions étrangères qui, comme la « Securities Exchange Commission » (SEC), autorité de régulation américaine, disposent de la personnalité morale.

La troisième raison réside dans la possibilité pour l'Autorité des marchés financiers de recruter librement des salariés expérimentés du secteur privé ou public, la qualité des équipes étant une condition déterminante de l'efficacité de la régulation.

La quatrième et dernière raison est que la personnalité morale renforce les pouvoirs de la nouvelle autorité en matière de répression pénale.

En effet, lorsque des poursuites sont engagées, l'Autorité des marchés financiers peut exercer les droits de la partie civile, elle pourra ainsi participer plus activement à la répression pénale des principaux délits boursiers (délit d'initié, manipulation des cours, diffusion de fausses informations). Par exemple, elle peut intervenir au cours de l'instruction, participer aux débats de l'audience³⁸².

Ce droit pourrait d'ailleurs inciter l'autorité des marchés financiers à ne pas sanctionner elle-même mais à privilégier la sanction pénale. Ainsi, on peut dire que l'indépendance signifie que l'autorité des marchés financiers a « coupé tout cordon ombilical avec l'administration³⁸³ ».

³⁸²MELLARAY, (F.), « Une nouvelle crise de la notion d'établissement public », *AJDA*, 2003, p.711 ;
DEGOFFE, (M.), « Les autorités publiques indépendantes », *AJDA*, 2008, p. 622.

³⁸³DAIGRE, (J-J.), « La création de l'autorité des marchés financiers », *Revue des sociétés* 2003, p. 823.

Cela contribuerait également à atténuer la question récurrente du cumul des sanctions administratives et pénales que le Sénat souhaitait limiter en prévoyant une répartition des rôles entre l'Autorité des marchés financiers et le Parquet.

L'attribution de la personnalité morale à l'Autorité des marchés financiers renforce ainsi son indépendance et sa crédibilité.

B) Des missions identiques.

L'Autorité des marchés financiers a hérité des missions de la Commission des opérations de bourse dans la mesure où elle est investie du triptyque classique à savoir qu'elle est chargée de « *veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers*³⁸⁴ ».

Les missions du Conseil des marchés financiers et du Conseil de discipline de gestion financière, qui n'étaient pas précisées auparavant par le code des marchés financiers³⁸⁵ sont implicitement incluses dans cette énumération générale. La loi de sécurité financière ajoute néanmoins que la nouvelle autorité « apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européens et internationaux « On retrouve ici la volonté de donner à la France, dans le domaine des marchés financiers, une place plus importante ».

L'Autorité des marchés financiers se voit également attribuer 3 nouvelles missions d'importances mineures.

D'une part, elle doit contrôler l'activité des conseillers en investissements financiers, c'est-à-dire les « *personnes qui, à titre de profession habituelle, produisent et diffusent des études sur les personnes morales faisant appel public à l'épargne, en vue de cumuler et de diffuser une opinion sur l'évolution prévisible desdites personnes morales...* »³⁸⁶. Ainsi, tout manquement, par les conseillers à leurs obligations professionnelles est passible de sanction. Par ce biais, les éventuelles décisions de sanction de l'Autorité des marchés financiers, feront

³⁸⁴ Article L. 621-1 du Code monétaire et financier.

³⁸⁵ Article L. 622-7 et suivants du Code monétaire et financier.

³⁸⁶ Article L. 541-1 du Code monétaire et financier.

office de code de bonne conduite pour les autres, instaurant ainsi un véritable guide pratique et juridique à l'usage des conseillers.

D'autre part, l'Autorité des marchés financiers, publiera chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation. Cette mesure de moindre importance vise cependant à informer ces agences que désormais elles ne sont plus libres de faire ce qu'elles souhaitent. L'Autorité des marchés financiers veille.

Enfin, elle pourra contrôler les démarcheurs en collaboration avec d'autres organismes.

Pour accomplir ces missions, l'Autorité des marchés financiers dispose de compétences issues de celles de la Commission des opérations de bourse (COB), du Conseil des marchés financiers (CMF), et du Conseil disciplinaire de gestion financière (CDGF), et de pouvoirs essentiellement comparables. La réforme n'a donc pas opéré de réel bouleversement.

1-Les domaines de compétences de l'Autorité des marchés financiers.

a) Les domaines de compétences traditionnels.

Tout d'abord, elle exerce ses compétences dans des domaines où la commission des opérations de bourse était compétente:

-Elle détermine les règles de la pratique professionnelle relatives à l'appel public à l'épargne et les règles qui doivent être respectées dans les opérations sur instruments financiers placés par appel public à l'épargne.

Cette disposition est toutefois plus large que celle applicable à la Commission des opérations de bourse car sont visées les règles qui doivent être respectées par tous et non uniquement par les personnes agissant à titre professionnel.

-Elle fixe également les règles de bonne conduite et les autres obligations professionnelles.

-Elle est compétente en matière de gestion pour le compte d'un tiers (conditions d'agrément des sociétés de gestion de portefeuilles, sociétés de gestion des organismes de placements collectifs, conditions d'exercice des prestataires de services d'investissement).

D'autres compétences appartenaient auparavant au conseil des marchés financiers et sont conservées avec parfois de légères modifications :

-Elle détermine les règles relatives à l'offre publique d'achat (OPA) sur des instruments financiers émis par l'appel public à l'épargne. Cette compétence a été élargie car le Conseil des marchés financiers n'intervenait qu'en matière d'offre publique sur des instruments négociés sur un marché réglementé.

-Elle détermine les principes d'organisation et de fonctionnement des marchés réglementés, ainsi que les conditions dans lesquelles elle propose la reconnaissance ou le retrait de cette qualité.

b) Les domaines de compétence au lendemain de la loi de sécurité financière et de la loi de régulation bancaire et financière.

-Elle détermine les règles de bonne conduite et les obligations professionnelles du conseil en investissement financier et veille à leur application.

-Il en est de même pour les analystes financiers indépendants (ceux qui ne travaillent pas chez un prestataire de services d'investissement) qui échappaient jusqu'ici à toute réglementation.

Cette mesure paraît symbolique car ils sont peu nombreux. Mais elle marque la volonté du Parlement de ne pas donner l'impression de l'inaction alors qu'aux Etats-Unis ils sont visés par de nombreuses dispositions de la loi Sarbanes-Oxley.

-Elle n'est cependant pas compétente au regard des agences de notation en raison de la dimension internationale de leur action qui rend vaine une régulation purement nationale (elle publiera cependant un rapport chaque année sur leur rôles).

2- Les pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers.

Le but de la réforme législative était de créer une autorité de régulation en principe unique, dotée de pouvoirs très étendus, pour que sa mission puisse être assurée. L'Autorité des marchés financiers est donc à la fois un législateur, un policier et un juge. Plus précisément, elle dispose d'une grande palette des pouvoirs dont les plus importants sont le pouvoir réglementaire et le pouvoir de sanction, qui s'inscrivent pour l'essentiel dans la continuité de ces prédécesseurs, la Commission des opérations de bourse, du Conseil des marchés financiers et du Conseil disciplinaire de gestion financière.

Cette nouvelle autorité est qualifiée à la fois de législateur, de policier et de juge. Elle dispose d'un pouvoir réglementaire pour assurer l'exécution de ses missions.

-Cependant à la différence de la Commission des opérations de bourse et à l'image du Conseil des marchés financiers, l'Autorité des marchés financiers prend un règlement général homologué par arrêté du ministre chargé de l'économie. Ainsi, les nombreux règlements adoptés par la Commission des opérations de bourse au fil des années devront se fondre en un seul règlement général. Cette approche a le mérite d'apporter de la clarté et de la sécurité.

-Elle publiera des instructions, des recommandations pour interpréter ce règlement (COB).

-Elle se prononce sur la recevabilité des offres publiques d'achat (CMF).

L'Autorité des marchés financiers contrôle la régularité des opérations financières et le respect des obligations professionnelles.

Elle bénéficie d'un pouvoir d'injonction (direct et indirect) et son domaine a été élargi par rapport à celui de ses prédécesseurs puisque les pratiques visées ne sont pas uniquement celles qui ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché mais également celles qui sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants.

Elle bénéficie enfin d'un pouvoir de sanction (disciplinaire et administratif).

Il s'agit d'un pouvoir de sanction disciplinaire à l'égard des professionnels en cas de manquement à leurs obligations professionnelles définies par la loi et les règlements, ou aux règles professionnelles approuvées par l'Autorité des marchés financiers. Cette dernière référence est novatrice et inclut notamment les règles de déontologie qui ne sont pas établis par la loi ou un règlement. Mais, pour limiter le risque d'insécurité juridique, le Parlement a prévu que ces règles devaient avoir été approuvées par l'Autorité des marchés financiers. On retrouve ainsi ici l'un des objectifs de la loi de sécurité financière : renforcer les règles déontologiques dans ce secteur.

a) Le pouvoir réglementaire.

Pour assurer l'exécution de ses missions, le Code monétaire et financier prévoit que l'Autorité des marchés financiers établit un règlement général³⁸⁷, dont le contenu est un peu plus étendu que celui de ses prédécesseurs. Il s'agit d'un règlement général unique, comme c'était le cas pour le Conseil des marchés financiers, et cela à la différence des règlements de la Commission des opérations de bourse qui pouvait en édicter autant que nécessaire.

Cette approche, qui rappelle celle de la codification législative, offrira aux utilisateurs du droit des marchés financiers l'avantage de la clarté et de la sécurité mais il s'agit d'un règlement qui risque d'être particulièrement volumineux. Comme pour la Commission des opérations de bourse et le Conseil des marchés financiers, le règlement de l'Autorité des marchés financiers et ses modifications sont soumis à l'homologation par arrêté du ministre de l'Economie avant leur publication au Journal Officiel. Le domaine de ce règlement, tant que prévu au Code monétaire et financier³⁸⁸, est très large.

Il l'est d'ailleurs d'autant plus que la loi indique que le règlement général de l'Autorité des marchés financiers détermine « notamment » un certain nombre de règles. L'introduction de cet adjectif dans l'article L. 621, alinéa 7 du Code monétaire et financier a été critiquée car le champ du pouvoir réglementaire de l'Autorité des marchés financiers seraient devenu « à proprement parler sans limite »³⁸⁹. C'est pourquoi qu'il ne faut pas donner une grande portée à ce terme, car il ne peut autoriser l'Autorité des marchés financiers à intervenir en dehors du

³⁸⁷ Article L 621-6 du Code monétaire et financier (L. No 2003 – 706 du 1^{er} août 2003, art. 8- II).

³⁸⁸ Article L 621-7 du code monétaire et financier (L. No 2003 – 706 du 1^{er} août 2003, art. 8- III).

³⁸⁹ PACLOT (Y.), « Quelques remarques sur le pouvoir normatif de l'Autorité des marchés financiers », *Lexbase Hebdo No 91, 23. 10. 2003, édition lettre juridique.*

champ de sa mission telle qu'elle est défini par l'article L. 621 -1 du Code monétaire et financier.³⁹⁰

Parmi les dispositions qui doit contenir le règlement général de l'Autorité des marchés financiers sont « *les règles de pratiques professionnelles qui s'imposent aux émetteurs faisant appel public à l'épargne (APE), ainsi que les règles qui doivent être respectées dans les opérations sur les instruments financiers émis par appel public à l'épargne* »³⁹¹, aussi que « *les règles relatives aux offres publiques d'acquisition portant sur les instruments financiers placés par appel public à l'épargne* »³⁹². Ces missions sont héritées respectivement de la Commission des opérations de bourse et du Conseil des marchés financiers. L'Autorité des marchés financiers est compétente sur les prestataires de services d'investissement et elle reçoit aussi la compétence pour déterminer les règles de bonne conduite et les autres obligations professionnelles applicables aux intermédiaires financiers.

La loi étend le domaine réglementaire de l'Autorité des marchés financiers en lui donnant le pouvoir de « *fixer les règles de fonctionnement applicables aux marchés d'instruments financiers autres que les marchés réglementés* »³⁹³ et en ajoutant à la liste des personnes soumises à son pouvoir réglementaire les analystes financiers dits indépendants, c'est-à-dire ne travaillant pas pour un prestataire de services d'investissement³⁹⁴. Ici, on doit remarquer que l'énumération, dans l'article L. 621-7 du Code, de la liste de questions relevant de la compétence de l'Autorité des marchés financiers semble être indicative.

Par ailleurs, l'article L. 621-6 par. 2 du code monétaire et financier précise que « l'Autorité des marchés financiers peut également publier des instructions et des recommandations aux fins de préciser l'interprétation du règlement général. La loi ne reprend pas l'ancienne disposition selon laquelle les instructions et les recommandations étaient transmises pour information au ministre et n'étaient publiées qu'à l'expiration d'un délai de 15 jours suivant cette transmission. Cela ne peut que renforcer l'indépendance de l'Autorité des marchés financiers.

³⁹⁰ CONAC, (P.H), « *La nouvelle Autorité des Marchés Financiers* », *Droit & Patrimoine*, No 121, Décembre 2003.

³⁹¹ Article L 621-7 I du Code monétaire et financier (L. No 2003 – 706 du 1^{er} août 2003, art. 8- III).

³⁹² Article L 621-7 II du Code monétaire et financier (L. No 2003 – 706 du 1^{er} août 2003, art. 8- III).

³⁹³ Article L 621-7 VII du code monétaire et financier (L. No 2003 – 706 du 1^{er} août 2003, art. 8- III).

³⁹⁴ Article L 621-7 VIII du code monétaire et financier (L. No 2003 – 706 du 1^{er} août 2003, art. 8- III).

L'Autorité des marchés financiers peut, pour l'application de son règlement général et l'exercice de ses autres compétences, prendre des décisions de portée individuelles. Elle peut également publier des instructions et des recommandations afin de préciser l'interprétation du règlement général.

Les instructions et recommandations permettent à l'Autorité des marchés financiers de préciser le sens à donner à son règlement général. Alors que les recommandations ne sont pas contraignantes, on considère généralement que les instructions procèdent à une interprétation beaucoup plus importante et sont donc intimement liées au règlement général, au point que, pour certains auteurs, il conviendrait de leur accorder la même valeur.

À côté de ces diverses mesures, l'Autorité des marchés financiers peut, en vertu de son règlement général³⁹⁵ adopter des rescrits. Selon ces dispositions, l'Autorité des marchés financiers « *est consultée par écrit préalablement à la réalisation d'une opération et sur une question relative à l'interprétation de son règlement, elle rend un avis sous forme du rescrit* ». L'intérêt d'une telle procédure est d'assurer au demandeur que, tant qu'il se conformera à l'interprétation ainsi formulée, il est assuré de ne pas être sanctionné.

b) Pouvoir d'autorisation de l'Autorité des marchés financiers.

En vertu de l'article L. 412-1 du code monétaire et financier, il est prévu que les personnes ou les entités qui procèdent à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé doivent, au préalable, publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public. Ce document porte sur le contenu et les modalités de l'opération, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'opération.

Or, l'article L. 621-8 dispose que dans diverses hypothèses, le projet de document prévu à l'article L. 412-1 doit être soumis au visa préalable de l'Autorité des marchés financiers. Pour délivrer ce visa l'Autorité des marchés financiers doit vérifier si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes. Elle doit indiquer, le cas échéant, les énonciations à modifier ou les informations complémentaires à insérer. Elle peut également demander toutes explications ou justifications, notamment au

³⁹⁵ *Règlement général, titre II, article 121-1 à 121-3.*

sujet de la situation, de l'activité et des résultats de l'émetteur ainsi que des garants éventuels des instruments financiers objets de l'opération.

À l'issue de ce contrôle, l'Autorité des marchés financiers peut soit suspendre l'opération pour une durée déterminée par son règlement général lorsqu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner qu'elle est contraire aux dispositions législatives ou réglementaires qui lui sont applicables, soit interdire l'opération dans deux hypothèses :

- Lorsqu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner qu'une émission ou une cession est contraire aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables ;
- Lorsqu'elle constate qu'un projet d'admission aux négociations sur un marché réglementé est contraire aux dispositions législatives ou réglementaires qui lui sont applicables.

c) Autres pouvoirs.

La nouvelle autorité dispose d'un pouvoir d'enquête et de contrôle sur la régularité des opérations et le respect des obligations professionnelles et du pouvoir de prendre de décisions individuelles. Elle peut, ainsi, par exemple, se prononcer sur la recevabilité d'une offre publique d'acquisition (OPA), délivrer un visa hors d'une émission d'instruments financiers par appel public à l'épargne (APE) ou agréer une société de gestion de portefeuille. Par ailleurs, par une disposition générale, l'Autorité des marchés financiers hérite de l'ensemble des compétences et des pouvoirs de la Commission des opérations de bourse et du Conseil des marchés financiers prévus par les textes de nature législatives ou réglementaires.³⁹⁶ Cela inclut notamment les compétences de la Commission des opérations de bourse sur les sociétés civiles de placement immobilier, les fonds communs de créances et les placements en biens divers.

Selon l'article L. 621 – 14 du Code monétaire et financier, le collège³⁹⁷ de l'Autorité des marchés financiers dispose d'un pouvoir d'injonction directe dont le champ d'application est considérablement élargi en comparaison de celui de la Commission des opérations de bourse, ne sont pas en effet seulement visées les pratiques qui ont pour effet de fausser le

³⁹⁶ *Loi n. 2003-706, 1^{er} août 2003, art. 46, V.*

³⁹⁷ *En ce qui concerne l'octroi du pouvoir d'injonction au collège et non à la commission des sanctions, on peut remarquer que, dépourvue du pouvoir d'astreinte caractéristique de l'imperium du juge, l'injonction reste dans une logique essentiellement curative et non punitive.*

fonctionnement du marché, mais également celles de nature à porter atteinte aux droits des épargnants. Ici on doit noter que bien que la loi n'accorde pas de pouvoir d'astreinte au collègue, le pouvoir d'injonction est calqué sur celui du juge judiciaire.

Paragraphe 3 : L'(ACP) : L'autorité du contrôle prudentiel : Le nouveau cadre procédural.

Plus les régulateurs sont dispersés et divisés, et plus ils sont faibles. Cette réforme s'inscrit dans une tendance de fond constatée depuis 2002 au sein des pays de l'OCDE³⁹⁸. Comme cela a pu être synthétisé dans le rapport Deletré, sur 125 pays inclus dans l'échantillon, il y a eu, entre 1987 et 2006, 45 mouvements vers plus d'intégration, contre seulement 5 mouvements en sens inverse. Quand bien même les systèmes non intégrés demeuraient majoritaires fin 2006 (66 pays), on a pu constater une diminution par rapport à la situation observée en 1987 (98 pays). Cette tendance s'est nettement accélérée après la réforme opérée au Royaume-Uni en 2000.

Pour reprendre les termes de Madame Christine Lagarde, « en unissant le contrôle des banques et des assurances, nous permettrons la surveillance des risques systémiques », et d'ajouter que la sécurité des consommateurs de produits financiers en sera améliorée. Cette dernière a annoncé, le 27 juillet 2009, avoir achevé ses premières consultations en vue de la création d'une nouvelle autorité, l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP).

Cette autorité, qui sera adossée à la Banque de France, permettra de rapprocher le contrôle prudentiel des banques et celui des assurances, mutuelles et institutions de prévoyance. Cette réforme opérera une fusion entre L'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), la commission bancaire (CB), le Comité des entreprises d'assurances (CEA) et le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI).

³⁹⁸L'OCDE, est une organisation de coopération et de développement économique, les payes membres sont : Allemagne, Australie Autriche, Belgique, Canada, Chili, Corée du sud, Danemark, Espagne Estonie , Etats-Unis, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Islande, Israël, Italie Japon, Luxembourg, Mexique, Norvège, Nouvelle-zélande Pays-bas, Pologne, Portugal, Royaume-uni Slovaquie, Slovénie, Suède, Suisse, république Tchèque, Turquie. Etude réalisée par l'Institut de stabilité financière de la Banque de Règlements Internationaux (BRI), « occasionnel paper n°7, institutionnal arrangements for financial sector supervision », septembre 2007, [http : « www.bis.org/fsi/fsipapers07](http://www.bis.org/fsi/fsipapers07).

Il est prévu que cette nouvelle autorité coopérera de manière structurée avec l'Autorité des marchés financiers.

Conformément à l'habilitation donnée par le Parlement, un projet d'ordonnance sera rédigé et soumis à consultation, en vue d'une adoption avant la fin de l'année 2009³⁹⁹.

L'Autorité de contrôle prudentiel trouve son origine dans l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance⁴⁰⁰. Celle-ci trouve son fondement juridique dans l'article 152 de la LME du 4 août 2008⁴⁰¹ qui habilite le gouvernement à adopter par voie d'ordonnance les mesures nécessaires afin de garantir la stabilité financière et de renforcer la compétitivité et l'attractivité de la place financière française. L'objet de l'ordonnance du 21 janvier 2010 est de fusionner en une nouvelle autorité de régulation la Commission bancaire, l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM) qui étaient chargées du contrôle financier des entreprises d'assurances, du respect par ces dernières des dispositions législatives et réglementaires en matière d'assurance ainsi, que du respect de la marge de solvabilité des entreprises d'assurance fixée par voie réglementaire⁴⁰², et le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et le comité des entreprises d'assurance (CEA) qui étaient plus particulièrement chargés de l'agrément des organismes relevant respectivement du secteur bancaire et de l'assurance⁴⁰³.

Le concept de fusion permet de « faire du neuf avec du vieux », mais avec quelle portée juridique ? On doutera de la réalité d'un strict mécanisme juridique de « fusion ». La loi crée davantage que ce qu'elle fusionne : l'accoutumance du concept qu'en ont les juristes d'affaires ne porte a priori pas ici un mécanisme juridique propre, une technique législative qui aurait un sens et des effets propres. N'eût été le fait que l'idée de fusion n'est que dans le titre, il n'y aurait que relâchement de la plume pour mollesse du nouveau droit financier. Les intéressés vérifieront donc, au mot près, que tel acte d'une autorité d'hier peut être poursuivi

³⁹⁹ *Communiqué de Bercy*

⁴⁰⁰ (*Journal Officiel* 22 Janvier 2010).

⁴⁰¹ L. n° 2008-776 : *Journal Officiel* 5 Août 2008).

⁴⁰² BONNARD, (J). « *Droit des assurances* », Litec 2009, 3^{ème} éd.

⁴⁰³ RUOL Vincent « *Création de l'ACP, l'ordonnance n°2010-76 du 21 janvier 2010, révolution ou évolution ?*, banque et droit n°131, mai-juin 2010, p.3 . Cette dichotomie entre autorités d'agrément d'une part et de contrôle d'autre part est, bien que retenue par le législateur, excessivement simplificatrice. Le CEA, par exemple, ne voyait pas ses compétences limitées à l'agrément des organismes d'assurance, de leurs éventuels actionnaires (C.Ass., art. L. 322-4 ancien) ou de leur dirigeant (C.Ass., art.R.321-17-1 ancien), mais également à l'autorisation de transferts de portefeuille.

(appliqué, mis en oeuvre, invoqué...) par l'Autorité de contrôle prudentiel, ce que diverses dispositions assurent en principe⁴⁰⁴). Sur un plan quotidien, les pratiques d'hier ne seront probablement invalidées que dans la mesure d'innovations irréductibles à un mécanisme abrogé ou remplacé. Pour la jurisprudence, l'idée pourra importer quant à la valeur des arrêts de la matière, le juge avisera. La fusion traduit plus certainement la volonté des pouvoirs publics (à défaut de volonté législative) de rénover à partir de « l'existant » le contrôle prudentiel de la sphère de l'argent⁴⁰⁵.

Deux décrets du 3 mars 2010, codifiés, complètent et mettent en oeuvre l'ordonnance⁴⁰⁶. Le décret n° 2010-217 détaille la composition, l'organisation et le fonctionnement de l'Autorité de contrôle prudentiel. Il précise les modalités d'exercice du contrôle, les mesures de police administrative, le pouvoir disciplinaire ainsi que la liste des sanctions, les relations avec les commissaires aux comptes et la coopération. Le décret n° 2010-218 traite de la rémunération du vice-président de l'Autorité de contrôle prudentiel, des membres du collège et de la commission des sanctions⁴⁰⁷. Il mentionne qu'au moins une fois par an, le secrétaire général de l'Autorité de contrôle prudentiel et le directeur général de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes s'informent sur les activités de contrôle propres au Code de la consommation⁴⁰⁸. Il détaille enfin les formalités dues pour la nomination ou le renouvellement des commissaires aux comptes⁴⁰⁹.

L'Autorité de contrôle prudentiel constitue une des conséquences qui ont été tirées de la crise qui a secoué le monde financier au cours de l'année 2008. Différents rapports ont en effet été publiés, qui mettent en cause la dispersion des autorités de régulation en matière d'assurance et de banque, et l'inefficacité qui en résultait. Ainsi, le rapport d'information sur les défaillances de la régulation bancaire et financière n'hésite pas à stigmatiser la faillite de la régulation et des régulateurs déficients. M. Deletré a aussi pu mettre en lumière le fait que « la dispersion actuelle des autorités de supervision dans le secteur financier n'est pas un avantage

⁴⁰⁴ *Ord. n° 2010-76, art. 18 et 22.*

⁴⁰⁵ *CAUSSE Hervé, « L'autorité de contrôle prudentiel : commentaire de l'ordonnance du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance », Revue du droit bancaire et financier, n°3, mai 2010.*

⁴⁰⁶ *D. n° 2010-217, 3 mars 2010, pris pour application de l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance : Journal Officiel 4 Mars 2010. – D. n° 2010-218, 3 mars 2010, portant application de l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de l'assurance : Journal Officiel 4 Mars 2010. – V. JCP G 2010, 289*

⁴⁰⁷ *Article 612-1 du Code monétaire et financier.*

⁴⁰⁸ *Art. D. 612-23 du Code monétaire et financier.*

⁴⁰⁹ *Art. D 612-53 du Code monétaire et financier.*

en termes de crédibilité face à des groupes significatifs, actifs dans plusieurs secteurs financiers. Un regroupement ne pourrait qu'avoir des effets positifs dans ce domaine⁴¹⁰. Il est d'ailleurs prévu, dans les mois qui viennent la création d'une autre autorité de régulation financière : le Conseil de régulation financière et du risque systémique⁴¹¹.

En tant que successeur de la Commission bancaire, l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) se voit confier une mission de contrôle du respect des réglementations bancaire et financière. Les objectifs poursuivis par le gouvernement ont été présentés dans le rapport au Président de la République⁴¹². Il s'agit « d'améliorer l'efficacité du système français de supervision autour de trois objectifs : sécurité (des consommateurs), stabilité (financière) et influence (de la France dans les négociations internationales sur la réforme de la régulation financière) ».

A- Nature et composition de l'Autorité de Contrôle prudentiel (ACP).

Alors que l'Autorité des marchés financiers a constitué une nouvelle catégorie de personne publique, le gouvernement a fait le choix du classicisme pour ce qui concerne l'Autorité de contrôle prudentiel. Celle-ci est en effet qualifiée d'autorité administrative indépendante par l'article L. 612-1 du code monétaire et financier. Elle ne dispose donc pas de la personnalité juridique, ce qui fait peser sur l'État la charge d'indemniser les éventuels préjudices que ferait subir la nouvelle autorité dans le cadre de ses missions de contrôle et de sanction. En revanche, son indépendance est garantie par un certain nombre de dispositions de l'ordonnance du 21 janvier 2010.

En premier lieu, le mode de désignation des membres de l'Autorité de contrôle prudentiel et les obligations auxquelles ils sont soumis assurent leur intégrité et l'indépendance de la nouvelle autorité. En deuxième lieu, l'Autorité de contrôle prudentiel dispose d'une autonomie financière. Elle arrête seule son budget qui est alimenté par le produit d'une contribution et de dotations de la Banque de France. La contribution pour frais de contrôle est due par les personnes soumises à son contrôle. En dernier lieu, l'article L. 612-16 du Code monétaire et financier prévoit que le président de l'Autorité a qualité pour agir

⁴¹⁰Rapport sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières en France, janv. 2009.

⁴¹¹ NICOLAS MAURDAUNT Crook « De l'arrêt Dubus à la création de l'ACP », banque et droit, n°129, janvier février 2010, p.8.

⁴¹²Journal Officiel 22 Janvier 2010.

devant toute juridiction. Il minimise ainsi le handicap que pouvait constituer l'absence de personnalité juridique.

En effet, sur le modèle de ce que le législateur avait fait pour l'Autorité des marchés financiers afin de tenir compte de la jurisprudence européenne et nationale relative au droit à un procès équitable, l'ordonnance du 21 janvier 2010 crée deux organes au sein de l'Autorité de contrôle prudentiel : un collège et une commission des sanctions. Elle prévoit que le mandat des membres du collège est incompatible avec celui de membre de la commission des sanctions. En principe, sauf dispositions contraires donnant compétence à la commission des sanctions, c'est le collège qui exerce les attributions confiées à l'Autorité de contrôle prudentiel. Le rapport au Président de la République présente ainsi cette composition duale : « elle respecte plusieurs impératifs : la présence des différentes compétences nécessaires aux missions, l'efficacité de la prise de décision et la réactivité, la cohérence des décisions, un « *affectio societatis* » entre les membres ».

Le 11 juin 2009, la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH), a jugé dans son arrêt Dubus que les personnes mises en cause par la Commission bancaire pouvaient « nourrir des doutes objectivement fondés quant à l'indépendance et l'impartialité de la Commission du fait de l'absence de distinction claire entre ses différentes fonctions ». A l'une de cette critique, l'ordonnance a structuré l'Autorité de contrôle prudentiel en opérant une séparation stricte entre les organes de contrôle, de poursuite, et de jugement.

La loi de régulation bancaire et financière est venue dernièrement compléter le cadre procédural de l'Autorité de contrôle prudentiel par la création d'une phase d'instructions diligentées par un rapporteur indépendant.

1-La séparation des fonctions de contrôle, de poursuite et de jugement instauré par l'ordonnance.

a) L'organe de contrôle : le secrétaire général.

Si le collège en formation plénière conserve une compétence générale pour délibérer « sur les priorités de contrôle⁴¹³ », les contrôles sur pièces et sur place sont organisés et diligentés par le secrétaire général de l'Autorité de contrôle prudentiel, qui, par lettre de mission, en fixe les contours et désigne nommément le ou les personnes qui en auront effectivement la responsabilité.

Cette phase précontentieuse est rééquilibrée au profit de la personne contrôlée, qui dispose à ce stade de la faculté de présenter des observations dans le cadre d'une véritable procédure contradictoire. En effet, selon l'article L.612-27 du Code monétaire et financier « en cas de contrôle sur place un rapport est établi. Le projet de rapport est porté à la connaissance des dirigeants de la personne contrôlée, qui peuvent faire de leurs observations, dont il est fait état dans le rapport définitif ». La charte de conduite d'une mission de contrôle sur place publiée par l'Autorité de contrôle prudentiel en avril 2010, qui reprend en l'actualisant la charte publiée par la Commission bancaire en décembre 2008⁴¹⁴, précise les modalités du débat contradictoire qui se déroule en 2 étapes :

-Une première étape essentiellement orale et souple en termes d'organisation et de délai, au cours de laquelle l'établissement contrôlé est invité par le chef de mission à présenter, au cours d'une réunion, des éléments susceptibles de venir modifier la rédaction de l'avant-projet de rapport de contrôle. Au vu des éléments collectés, le chef de mission rédige alors un projet de rapport ;

-Une seconde étape, écrite et plus encadrée, au cours de laquelle l'établissement dispose d'un délai de principe de quinze jours pour adresser au chef de mission ses observations sur ledit projet. Le projet de rapport ne peut plus à ce stade être modifié, mais les observations écrites de l'établissement, ainsi que celles éventuellement apportées en réponse

⁴¹³ CEDH, 5^{ème} section, 11 Juin 2009, n°5242/04, affaire *Dubus SA c/ France* : BJB sept.2009, n°55, p.388, note L.Ruet.

⁴¹⁴ La charte de décembre 2008 avait été soumise à consultation publique : *Consultation de la Commission bancaire, projet de charte de conduite d'une mission de contrôle sur place, observations AMAFI, 3 oct.2008.*

par le chef de mission, seront annexés au projet de rapport pour former le rapport « d'enquête définitif ».

Pour ce faire, il peut avoir recours à des corps de contrôle extérieurs, des commissaires aux comptes, des experts ou à des personnes ou autorités compétentes. Avant de confier un ordre de mission à l'une de ces personnes, le secrétaire général s'assure que la personne pressentie n'est pas susceptible d'être en conflit d'intérêts avec la personne appelée à être l'objet de la mission de contrôle. À cette fin, la personne pressentie doit informer le secrétaire général de l'ensemble des relations professionnelles qu'elle a eues avec la personne contrôlée, au cours des trois années précédentes. Le secrétaire général ne peut lui confier une mission si, au cours de ces trois années, elle a contrôlé ou conseillé la personne concernée dans les domaines liés à l'objet de la mission.

Selon l'article R. 612-26 du Code monétaire et financier : « *Les personnes en charge des contrôles peuvent se faire communiquer, vérifier sur pièces et sur place tous les livres, registres, contrats, bordereaux, procès-verbaux, pièces comptables ou documents relatifs à la situation de la personne contrôlée et à toutes les opérations qu'elle pratique. (...) Ils peuvent effectuer toutes vérifications de caisse et de portefeuille. Ils peuvent procéder à leurs vérifications en ayant accès aux outils et aux données informatiques utilisés par la personne contrôlée* ».

Le secrétaire général de l'Autorité de contrôle prudentiel peut convoquer et entendre toute personne soumise à son contrôle ou dont l'audition est nécessaire à l'exercice de sa mission de contrôle.

Par ailleurs, il peut demander aux personnes soumises à son contrôle tous renseignements et documents, ainsi que tous éclaircissements ou justifications nécessaires à l'exercice de sa mission. Il peut demander à ces personnes la communication des rapports des commissaires aux comptes, Cette obligation de communication est sanctionnée le cas échéant par une injonction assortie d'une astreinte.

En outre, l'Autorité de contrôle prudentiel peut demander aux commissaires aux comptes des personnes soumises à son contrôle tout renseignement sur l'activité et sur la situation financière de l'entité qu'ils contrôlent ainsi que sur les diligences qu'ils y ont effectuées dans le cadre de leur mission. Les commissaires aux comptes sont d'ailleurs soumis

à l'obligation de signaler à l'Autorité de contrôle prudentiel « *tout fait ou décision de la personne contrôlée dont ils ont eu connaissance dans l'exercice de leur mission, de nature : à constituer une violation des dispositions législatives ou réglementaires qui lui sont applicables et susceptibles d'avoir des effets significatifs sur sa situation financière, sa solvabilité, son résultat ou son patrimoine, à porter atteinte à la continuité de son exploitation, à imposer l'émission de réserves ou le refus de la certification de ses comptes* ».

L'article L. 612-27 du code monétaire et financier prévoit qu'en cas de contrôle sur place, un rapport est établi. Le projet de rapport est porté à la connaissance des dirigeants de la personne contrôlée, qui peuvent faire part de leurs observations. Les suites données aux contrôles sur place sont communiquées soit au conseil d'administration de la personne contrôlée, soit au directoire et au conseil de surveillance, soit à l'organe délibérant en tenant lieu.

b) L'organe de poursuite : le collège.

C'est à ce stade, en tant qu'autorité de poursuite, que le collège a connaissance des contrôles qui ont été diligentés par le secrétaire général, assurant ainsi une séparation organique entre les phases de contrôle et de poursuite conformément aux exigences de la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH).

Après examen du rapport de contrôle, le collège peut décider de l'ouverture d'une procédure de sanction. Le président du collège adresse alors une lettre de notification de griefs aux personnes concernées, qu'il transmet concomitamment à la commission des sanctions.

Contrairement au collège de la Commission bancaire, le collège de l'Autorité de contrôle prudentiel se retrouve en effet, dépossédé de son pouvoir de sanction disciplinaire au profit de la commission des sanctions. Cette séparation organique a le mérite de mettre fin à la pratique contestable de l'auto saisine de l'organe de jugement⁴¹⁵.

⁴¹⁵ CE, sect. cont, n°180122, 20 oct.2000, *Habbib Bank Limited: BJB janv.2001, n°4, p.39, note J-M. Moulin.*

Le collège est composé de la façon suivante :

- Le président, en la personne du gouverneur de la Banque de France, ou du sous-gouverneur qu'il désigne pour le représenter. Le gouvernement a en effet voulu maintenir *“un lien fort avec la Banque de France (afin de) permettre à l'autorité de bénéficier de l'expertise économique et financière de la banque centrale et à garantir un traitement efficace des situations d'urgence”* ;

– Le président de l'Autorité des normes comptables ;

À ces personnes, l'article L. 612-5 du Code monétaire et financier ajoute :

– Un conseiller d'État, proposé par le vice-président du Conseil d'État ;

– Un conseiller à la cour de cassation, proposé par le Premier président de la Cour de cassation ;

– Un conseiller maître à la cour des comptes, proposé par le Premier président de la Cour des comptes ;

– Un vice-président disposant d'une expérience en matière d'assurance et deux autres membres, tous trois choisis en fonction de leurs compétences en matière de protection des clientèles ou de techniques quantitatives et actuarielles ou dans d'autres matières utiles à l'exercice par l'Autorité de ses missions ;

– Quatre membres choisis en raison de leurs compétences en matière d'assurance, de mutualité, de prévoyance ou de réassurance ;

– Quatre membres choisis en raison de leurs compétences en matière d'opérations de banque, de services de paiement ou de services d'investissement.

Ces membres sont nommés pour une durée de cinq ans par arrêté du ministre chargé de l'économie, à l'exception du vice-président qui est nommé pour une durée de cinq ans par arrêté conjoint des ministres chargés de l'économie, de la sécurité sociale et de la mutualité. Le mandat des membres de l'Autorité de contrôle prudentiel peut être renouvelé une fois. On peut noter qu'à la différence de ce qui est prévu pour l'Autorité des marchés financiers, l'ordonnance du 21 janvier 2010 prévoit des dispositions relatives à la révocation des

membres de l'Autorité de contrôle prudentiel. En effet, il est prévu qu'un membre peut être révoqué dans les formes de sa nomination, sur avis conforme émis à la majorité des autres membres du collège constatant qu'il n'est plus à même de siéger au sein du collège du fait d'une incapacité ou d'un manquement grave à ses obligations empêchant la poursuite de son mandat.

Le collège comprend une formation restreinte composée de huit membres dont six désignés par les membres du collège. Les deux autres sont le gouverneur de la Banque de France et le vice-président. Par ailleurs, le collège constitue en son sein deux sous collèges sectoriels : le sous collège de la banque et le sous collège de l'assurance sont tous les deux composés de huit membres.

L'article L. 612-12 du Code monétaire et financier répartit les compétences entre les diverses formations du collège. Il prévoit tout d'abord que le collège en formation plénière arrête les principes d'organisation et de fonctionnement, le budget ainsi que le règlement intérieur de l'Autorité de contrôle prudentiel. Il examine toute question de portée générale commune aux secteurs de la banque et de l'assurance et analyse les risques de ces secteurs au regard de la situation économique. Ensuite, les questions individuelles sont examinées par le collège en formation restreinte ou par l'un des deux sous collèges sectoriels. Enfin, chaque sous collège sectoriel a vocation à examiner les questions individuelles et les questions d'ordre général spécifiques à son secteur.

c) L'organe de jugement : la Commission des sanctions.

Par l'envoi de la lettre de griefs, une nouvelle phase contradictoire s'ouvre alors devant la commission des sanctions de l'Autorité de contrôle prudentiel dans les conditions fixées aux articles L.612-38 et R.612-35 et suivants du Code monétaire et financier. La personne mise en cause doit avoir accès au dossier et être informée de son droit d'être représentée par la personne de son choix. Elle dispose du droit de s'exprimer en dernier. Contrairement aux délais « fixes » prévus par la procédure AMF, les délais de réponse et de convocation accordés à la personne poursuivie devraient, en pratique, être adaptés à la complexité de l'affaire concernée.

L'audience devant la Commission des sanctions est en principe publique. Contrairement à la procédure AMF⁴¹⁶, les demandes de huis clos formulées par les personnes mises en cause ne semblent circonscrites par aucune condition. La personne mise en cause peut donc a priori demander la confidentialité des débats sans avoir à justifier de l'intérêt de la moralité, de l'ordre public, de la sécurité nationale ou de la protection des secrets d'affaires⁴¹⁷.

La Commission des sanctions est composée de cinq membres qui sont nommés pour une période de cinq ans renouvelable une fois⁴¹⁸ :

- Un conseiller d'État, désigné par le vice-président du Conseil d'État ;
- Un conseiller à la Cour de cassation, désigné par le Premier président de la Cour de cassation.
- Trois membres choisis en raison de leurs compétences dans les matières utiles à l'exercice par l'Autorité de ses missions, nommés par arrêté du ministre chargé de l'économie.

Il peut être mis fin à leur fonction après avis conforme émis à la majorité des autres membres de la Commission des sanctions constatant qu'il n'est plus à même de siéger au sein du collège du fait d'une incapacité ou d'un manquement grave à ses obligations empêchant la poursuite de son mandat.

Les articles L.612-10 et L.612-38 du Code monétaire et financier instaurent en outre des mesures visant respectivement à prévenir les éventuels conflits d'intérêts des membres du collège et de la Commission des sanctions impliqués dans la procédure, et à permettre la récusation des membres de la commission des sanctions.

En résumé, l'Ordonnance a permis la mise en place d'un cadre procédural plus respectueux des droits fondamentaux de la défense (séparation des fonctions au sein de l'autorité, principe du contradictoire, etc.) conformément aux exigences de la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH). La loi de régulation bancaire et financière a encore renforcé ce dispositif.

⁴¹⁶ Article L.621-15, IV bis.

⁴¹⁷ « Une personne mise en cause peut demander que l'audience ne soit pas publique. Le président de la commission des sanctions peut interdire au public l'accès de la salle pendant tout ou partie de l'audience dans l'intérêt de la moralité, de l'ordre public, de la sécurité nationale ou lorsque la protection des secrets d'affaires ou de tout autre secret protégé par la loi l'exige » (article R.612-47, al. 1 et 2.)

⁴¹⁸ C. monét.fin, art. L. 612-9.

2 -L'instauration par la LRBF d'une phase d'instruction diligenté par un rapporteur indépendant.

L'une des principales nouveautés introduites par la loi de régulation bancaire et financière est de faire précéder le jugement d'une véritable phase d'instruction.

A cet égard, est désormais prévue la nomination d'un rapporteur indépendant devant la Commission des sanctions et non plus simplement la possibilité pour le président de « demander à un ou plusieurs membres de la commission d'approfondir un ou plusieurs points d'un dossier⁴¹⁹ ».

L'article L.612-38, alinéa 1, du Code monétaire et financier introduit expressément que « la commission des sanctions (...) désigne un rapporteur parmi ses membres⁴²⁰ ». Il s'agit d'une avancée importante en termes de garantie procédurale quand on connaît le rôle que joue le rapporteur devant la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers.

En effet, le rapporteur AMF peut tout d'abord, tel un juge d'instruction en matière pénale, « procéder à toutes diligences utiles » et demander à ce que soient entendues les personnes mises en cause, ou toutes autres personnes dont l'audition lui apparaîtrait utile. Il établit un rapport écrit sur la base duquel les personnes mises en cause pourront présenter leurs observations. Il cristallise donc le principe du contradictoire devant la commission des sanctions.

Il est également une source de bonne information de la formation de jugement et de bonne administration de la justice. En effet, le rapporteur peut saisir le collège pour demander que les griefs soient complets ou le cas échéant étendus à d'autres personnes. De même, la commission qui s'estimerait « insuffisamment éclairée » peut lui demander un complément d'information. Il présente en outre ses observations en séance, mais est naturellement exclu du délibéré. Le rapporteur agit ainsi par principe de manière indépendante et impartiale, à « équidistance » entre l'accusation et la partie mise en cause.

⁴¹⁹ Article 3 du règlement intérieure de la commission des sanctions du 24 juin 2010.

⁴²⁰ Cette partie du texte entre en vigueur le 22 janvier 2011.

Enfin, des dispositions particulières rappellent le secret professionnel auquel sont tenues toutes personnes ayant participé aux missions de l'Autorité de contrôle prudentiel. Toutefois, ce secret n'est pas opposable dans quatre hypothèses :

- Devant l'autorité judiciaire agissant dans le cadre soit d'une procédure de liquidation judiciaire ouverte à l'égard d'une personne soumise au contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel, soit d'une procédure pénale;
- Devant les juridictions administratives saisies d'un contentieux relatif à l'activité de l'Autorité de contrôle prudentiel;
- En cas d'audition par une commission d'enquête parlementaire;
- Devant la Cour des comptes.

Ainsi, et de manière assez originale, mais qui s'explique assez bien par le fait que l'Autorité de contrôle prudentiel regroupe diverses autorités aux missions variées, l'ordonnance du 21 janvier 2010 prévoit la présence de plusieurs commissaires du gouvernement dont le rôle n'est pas sans rappeler celui du commissaire du gouvernement auprès de l'Autorité des marchés financiers. Ceux-ci ont en commun de pouvoir demander une deuxième délibération, sauf en matière de sanction et ne peuvent assister aux délibérations de la commission des sanctions. Le premier est le directeur général du Trésor et de la politique économique qui siège auprès de toutes les formations de l'Autorité de contrôle prudentiel. Le second est le directeur de la sécurité sociale. Il siège, sans voix délibérative, auprès du sous collège sectoriel de l'assurance ou des autres formations de l'Autorité lorsqu'elles traitent des organismes régis par le Code de la mutualité ou le Code de la sécurité sociale.

B- En contrepartie, un pouvoir répressif plus important.

La Commission des sanctions se voit reconnaître un arsenal répressif renforcé (1). Le collège dispose, pour sa part, d'une plus grande capacité d'intervention (2).

1-Aggravations des sanctions encourues devant la Commission des sanctions.

a) Des sanctions pécuniaires substantiellement plus élevées.

La loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a aligné le plafond des sanctions pécuniaires de l’Autorité de contrôle prudentiel sur celui de l’Autorité des marchés financiers. Désormais, la Commission des sanctions peut prononcer, soit à la place soit en sus des sanctions disciplinaires visées à l’article L.612-39 du Code monétaire et financier⁴²¹, une sanction pécuniaire au plus égale à 100 millions d’euros. Ce durcissement s’inscrit dans un mouvement amorcé depuis 2008, qui avait déjà multiplié par dix le plafond de la sanction pécuniaire de l’époque, pour le porter au décuple du capital minimum auquel la personne sanctionnée était astreinte, plafond que l’Ordonnance avait fixé à 50 millions d’euros.

Si un tel relèvement des sanctions pécuniaires a essentiellement une vertu dissuasive et préventive, il devrait cependant entraîner dans la pratique une réévaluation mécanique de l’ensemble des sanctions prononcées. Ceci est d’autant plus pénalisant pour les établissements que depuis la loi de finances pour 2008, les sanctions prononcées par une autorité de régulation ne sont plus déductibles fiscalement.

Il convient néanmoins de préciser que les sanctions disciplinaires sont prononcées par la commission des sanctions « en fonction de la gravité du manquement », ce afin de respecter le principe de proportionnalité.

b) Un principe de publication des décisions.

Est en outre prévu par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, un principe de publication systématique des décisions rendues par la commission des sanctions. Rappelons que la Commission bancaire devait décider de la publication de la décision, ce qui conduisait à analyser cette mesure comme une sanction complémentaire⁴²². Désormais, c’est à titre exceptionnel, lorsque la publicité « *risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause* » que la

⁴²¹ *Avertissement, blâme, interdiction d’effectuer certaines opérations, suspension temporaire ou démission d’office d’un ou plusieurs dirigeants, retrait partiel ou total d’agrément.*

⁴²² SCHWEBEL, (L.), « *La publication des décisions de sanction dans le secteur financier* » : JCPE, 2009, 1861.

commission des sanctions peut décider de ne pas rendre publique sa décision. Une fois de plus, la commission des sanctions appréciera l'intérêt d'une telle mesure à l'aune du principe de proportionnalité.

En pratique, les conséquences de cette modification réglementaire sont cependant limitées dans la mesure où la Commission bancaire publiait le plus souvent ses décisions. Par ailleurs, la commission des sanctions pourra toujours recourir à l'anonymisation. Bien que cela ne soit pas expressément visé par les textes, il est souligné que la publication de la décision est réalisée dans « *un format proportionné à la faute commise et à la sanction infligé* », intégrant manifestement l'anonymisation⁴²³.

Notons enfin que, malgré la volonté législative d'harmoniser les procédures de l'Autorité des marchés financiers et de l'Autorité de contrôle prudentiel, cette dernière ne se voit pas reconnaître la possibilité d'entrer en voie de composition administrative⁴²⁴.

2 -Un collège doté de véritable possibilité d'action.

a) Le maintien des pouvoirs de police administrative.

Si le pouvoir de sanction a été transféré à la commission des sanctions, le collège conserve bien entendu son pouvoir de police administrative⁴²⁵, qu'il exerce dans le cadre d'une procédure contradictoire. Il apparaît en effet, important que le collège puisse intervenir avec rapidité, notamment afin de pouvoir prendre toute mesure au plan prudentiel ou destinée à protéger la clientèle des établissements soumis au contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel.

b) La représentation du collège devant la Commission des sanctions.

Selon l'article L.612-38 du Code monétaire et financier introduit par l'Ordonnance, le membre du collège désigné par la formation qui a examiné le rapport de contrôle et pris part à

⁴²³ *Sur l'application du principe d'individualisation des peines en cas de publication automatique d'une décision de condamnation, Cons.const., 29 sept. 2010, n°2010-41.*

⁴²⁴ *A titre de comparaison, l'Autorité de la concurrence dispose de quatre modes alternatifs de résolutions des litiges.*

⁴²⁵ *Article L. 612-30 et s du Code monétaire et financier.*

la décision d'ouverture de la procédure de sanction est convoqué à l'audience de la commission de sanctions. Il y assiste sans voix délibérative. Sa participation n'est toutefois pas passive dans la mesure où il est en droit de présenter ses observations au soutien des griefs notifiés et de proposer une sanction⁴²⁶.

Cette mesure renforce le positionnement du collège, l'élevant à un niveau de quasi-parti à la procédure.

c) Le droit de recours contre les décisions de la Commission des sanctions.

Après autorisation de la formation du collège à l'origine de la notification des griefs, le président de l'Autorité de contrôle prudentiel dispose depuis l'ordonnance d'un droit de recours⁴²⁷, principal ou incident, à l'encontre des décisions de la Commission des sanctions, dans les mêmes conditions d'ouverture que les personnes mises en cause⁴²⁸. Il s'agit d'un recours de pleine juridiction devant le Conseil d'Etat qui doit s'exercer dans un délai de deux mois suivant la notification de la décision.

Une telle mesure témoigne encore du renforcement du rôle du collège dans la procédure de sanction. Elle aura surtout en pratique pour conséquence de permettre au Conseil d'Etat de réformer et donc, le cas échéant, d'aggraver une décision rendue par la commission des sanctions⁴²⁹.

La Commission des sanctions de l'Autorité de contrôle prudentiel, nouvellement organisée, va désormais subir l'épreuve du feu, armée d'un gourdin beaucoup plus conséquent. Ceci étant, en renforçant tant les droits de la défense que de la poursuite, le législateur a amélioré le caractère contradictoire de la procédure, donc la capacité de la Commission des sanctions à rendre des décisions éclairées

⁴²⁶ Article 612-38, al. 3 du Code monétaire et financier.

⁴²⁷ Article 612-16, IV du Code monétaire et financier.

⁴²⁸ Notons que le recours offert aux personnes mises en cause contre les décisions disciplinaires de la commission des sanctions est désormais un recours de pleine juridiction et non simplement un recours pour excès de pouvoir comme devant la Commission bancaire.

⁴²⁹ Cela n'était pas le cas lorsque le recours était réservé à la personne poursuivie (Cons. Const., 17 janv.1989, n°88-24, CE., 16 mars 1984, Moreteau : Lebon 1984. p.108).

CHAPITRE II

Le contrôle au sein des OPCVM par la répression.

La volonté de lutter contre les fraudes a été au cœur des préoccupations du parlement lorsqu'il a légiféré en matière boursière et a créé l'Autorité des marchés financiers. C'est pourquoi, l'Autorité des marchés financiers a été conçue et demeure avant tout un organisme répressif.

Ce rôle « *de protection de l'épargne investie en bourse* » a été dévolu à la Commission des opérations de bourse et aujourd'hui à l'Autorité des marchés financiers depuis presque 42 ans (depuis 1967). Il comporte une dimension préventive dans la définition des règles et le contrôles des acteurs et une dimension répressive.

En effet, le rôle répressif de l'Autorité des marchés financiers s'est accru depuis 1989. Avant la loi de 1989 relative à la transparence des marchés financiers, la Commission des opérations de bourse n'avait pas un rôle⁴³⁰déterminant dans la répression des infractions boursières. C'était tout au plus :

-Un auxiliaire judiciaire⁴³¹ « efficace dans la recherche et la constatation des infractions pénales » comme le rappelait d'ailleurs le professeur M. Puech ;

-Un expert⁴³² : Depuis 1989, elle peut prononcer des sanctions administratives à l'encontre des auteurs de manquements à la réglementation boursière.

La création de la Commission des sanctions depuis la fusion du Conseil des marchés financiers et de la Commission des opérations de bourse confirme ce pouvoir de sanction administrative, tout en garantissant l'indépendance de ses membres qui ne sont plus des membres du collège de l'Autorité des marchés financiers.

⁴³⁰ AROUZE (Ch.), LEDOUX (P.), « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *Bull. Joly Bourse*, 2006, § 101, p. 399.

⁴³¹ PUECH (M.), « La Commission des opérations de bourse et la surveillance du marché boursier au regard du droit pénal » in *mélanges Bastian Bastian*, T. 1, *Librairies techniques*, 1974.

⁴³² Ordonnance n°67-833, 28 sept. 1967, art. 12-1.

Nonobstant ce pouvoir de sanction, un constat doit être fait : en matière de responsabilité, on entend faute, préjudice, lien de causalité et, le cas échéant réparation du préjudice. Or le produit des sanctions pécuniaires de l’Autorité des marchés financiers ne revient pas aux victimes⁴³³. Les sanctions de l’Autorité des marchés financiers prennent en considération les conséquences éventuelles des manquements mais le produit des sanctions pécuniaires prononcées ne revient pas aux victimes des infractions sanctionnées mais au trésor public ou au fonds de garantie des dépôts, si la personne sanctionnée est un prestataire de services d’investissement.

Si le législateur, a en effet, chargé l’Autorité des marchés financiers, qui est un organisme public d’une mission de police administrative, celle-ci ne comprend pas la réparation du préjudice individuel causé par les entités qu’elle régule.

L’Autorité des marchés financiers doit veiller à l’intégrité et à la sécurité du marché, notamment en sanctionnant les comportements irréguliers qu’il pourrait subir, mais cette fonction répressive ne comporte pas de dimension réparatrice. L’on étudiera successivement, la sanction directe par l’Autorité des marchés financiers (AMF) et le Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM), (Section 1) et la sanction directe par les tribunaux (Section 2).

Section 1

La sanction directe par l’Autorité des marchés financiers (AMF) et le Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM).

Afin de pouvoir accomplir efficacement leur mission, les autorités de régulation doivent bénéficier de tous les outils leur permettant de maintenir l’équilibre nécessaire au bon fonctionnement des marchés régulés. Étant à la fois responsables en partie de la définition des règles du jeu du marché et de leur application, il entre dans la logique de la régulation que ces autorités disposent également d’un pouvoir de sanctionner les comportements irréguliers et de trancher les différends qui peuvent se présenter.

⁴³³ ARSOUZE, (Ch.), et LEDOUX (P.), « L’indemnisation des victimes d’infractions boursières », préc.

La notion de régulation impose donc de confier à une même autorité des pouvoirs traditionnellement distingués au sein des administrations classiques. Ce cumul permet alors « d'exercer un pouvoir d'action globale et concrète de surveillance et de contrôle⁴³⁴ et de faire face aux situations de rapport de force et d'asymétrie de l'information⁴³⁵ propres aux domaines régulés. Le régulateur (...) a besoin de ce pouvoir de sanction pour donner du crédit à l'autorité qu'il exerce, pour sanctionner la déviance immédiatement et dans le même esprit que celui dont il doit faire preuve quand il régule de manière générale. La sanction n'est qu'une prolongation naturelle de son pouvoir »⁴³⁶.

C'est un raisonnement analogue qui a conduit le Conseil constitutionnel à valider les pouvoirs de sanction accordés aux autorités de régulation. Selon lui, «le principe de la séparation des pouvoirs, non plus qu'aucun principe ou règle de valeur constitutionnelle ne fait obstacle à ce qu'une autorité administrative, agissant dans le cadre de prérogatives de puissance publique, puisse exercer un pouvoir de sanction dès lors, d'une part, que la sanction susceptible d'être infligée est exclusive de toute privation de liberté et, d'autre part, que l'exercice du pouvoir de sanction est assorti par la loi des mesures destinées à sauvegarder les droits et libertés constitutionnellement garantis».

Les exigences de la régulation imposent alors de fournir aux autorités de contrôle une gamme de sanctions assez "sophistiquées"⁴³⁷ que l'on peut classer en deux grandes catégories : des sanctions privatives de droits et des sanctions patrimoniales⁴³⁸ en ce qui concerne la régulation des marchés financiers, ce pouvoir de sanction était parfois d'ordre quasi- juridictionnel. Le cas de la Commission bancaire l'illustre parfaitement puisque la loi bancaire du 24 janvier 1984⁴³⁹ prévoyait expressément qu'elle exerçait sa fonction répressive en qualité de juridiction administrative.

⁴³⁴ **BRISSON, (J.-F.)**, « *Les pouvoirs de sanction des autorités de régulation et l'article 6 § 1 de la CEDH* », *art. cité*.

⁴³⁵ **FRISON, ROCHE (M-A)**, « *Les autorités de régulation confrontées à la CEDH* », *LPA 10 févr. 1999*, p. 17.

⁴³⁶ **TUOT, (Th.)**, « *Quel avenir pour le pouvoir de sanction des autorités administratives indépendantes ?* », *AJDA, 2001*, p. 135.

⁴³⁷ **TEITGEN-COLLY, (C.)**, « *Sanctions administratives et autorités administratives indépendantes* » : *LPA 17 janv. 1990*, p. 25.

⁴³⁸ **POCHARD, (M.)**, « *Autorités administratives indépendantes et pouvoir de sanction* », *AJDA, 2001*, p.106.

⁴³⁹ *JO 25 janv.1984*, p. 390.

Il convient de souligner combien les exigences du droit à un procès équitable ont pesé lors de la création de l'Autorité des marchés financiers et de l'Autorité de contrôle prudentiel. Afin de tenir compte tant de l'article 6, paragraphe 1^{er} de la convention européenne des droits de l'homme que de la jurisprudence l'appliquant, le législateur a tenu à dissocier les organes compétents pour prononcer des sanctions des autres organes des autorités de régulation financière. Ce qui explique qu'au sein des deux autorités existe une Commission des sanctions dont les membres exercent un mandat incompatible avec tout autre.

On traitera successivement, le pouvoir de sanction administrative et disciplinaire (Paragraphe 1), et la protection des droits de défense (Paragraphe 2).

Paragraphe 1 : Le pouvoir de sanction administrative et disciplinaire.

A) Pouvoir de sanction administrative.

La répression administrative présente des avantages par rapport à la répression judiciaire.

Tout d'abord, elle est beaucoup plus rapide car elle permet d'échapper à l'engorgement et aux lourdes procédures des tribunaux. Or, comme l'indiquait Beccaria : « plus le châtiment sera prompt, plus il suivra de près le crime qui a été commis, plus il sera juste et utile⁴⁴⁰ ».

Ensuite, l'existence d'un pouvoir de sanction confié à l'Autorité des marchés financiers permet de garantir l'unité et la cohérence de la jurisprudence de première instance par rapport à un contentieux judiciaire qui serait éclaté dans l'ensemble des tribunaux. Ce mécanisme permet aussi d'éviter la pratique du *forum shopping*⁴⁴¹, par l'Autorité des marchés financiers.

Enfin, la répression administrative présente des avantages pour le juge judiciaire lui-même. En effet, il est alors placé dans la position valorisante du recours puisqu'il statue en

⁴⁴⁰ BECCARIA C., p. 108.

⁴⁴¹ Terme qui s'est développé dans le cadre du droit international privé désignant la faculté, pour un requérant de choisir parmi les juridictions potentiellement compétentes, celle qui répondra le plus favorablement à sa demande.

appel. De plus, les dossiers qui lui sont soumis ont fait l'objet d'une clarification par un organisme qui dispose d'une grande compétence technique. Ainsi, il peut se concentrer sur la définition de la norme *jurisdictio* plutôt que sur l'analyse des faits. Or, comme le notait John Marshall dans la célèbre décision *Marbury v. Madison* « L'attribution et le devoir du pouvoir judiciaire est essentiellement de dire ce qu'est la loi⁴⁴² ».

Ces avantages, tant pour le justiciable que pour le juge, expliquent que la Commission des opérations de bourse ait été investie de pouvoirs de sanctions administratives. Certains auteurs, en France, souhaitent néanmoins un retour à une répression exclusivement pénale⁴⁴³ ou la substitution d'amendes civiles aux sanctions administratives. Une telle évolution plus particulièrement la première serait dangereuse et semble d'ailleurs condamnée. En effet, la Commission européenne prévoit, dans certains domaines de rendre obligatoire les sanctions administratives⁴⁴⁴.

En France toujours, le parlement a conféré à l'Autorité des marchés financiers un pouvoir de sanction administrative qui se distingue d'un pouvoir de sanction disciplinaire du fait notamment qu'il peut s'appliquer à toute personne. Ce pouvoir inclut la possibilité de prendre des injonctions mais également de prononcer des sanctions disciplinaires. En ce domaine, l'Autorité des marchés financiers dispose de pouvoirs beaucoup plus répressifs que ceux accordé au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

À ce titre, l'Autorité des marchés financiers dispose d'un pouvoir d'injonction qui présente un caractère de sanction plus affirmé en France qu'au Maroc.

À l'origine, la Commission des opérations de bourse disposait d'un pouvoir d'injonction mais qui était limité, comme celui dont disposait alors le Conseil déontologique des valeurs mobilières et sur lequel il avait d'ailleurs été calqué, à ordonner aux sociétés

⁴⁴² *MARBURY v. Madison*, 1 Cranch (5 U. S.) 137, 2 L. Ed. 60 (1803).

⁴⁴³ PIERRE, (S.), « L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales », Thèse dact. Lyon III, 2001, n°815 s.

⁴⁴⁴ La proposition de directive sur les abus de marché du 30 mai 2001 valide le pouvoir de sanction administrative de l'AMF puisque son article 14 prévoit l'existence de sanctions administratives et pénales à l'encontre des personnes responsables d'une violation de la directive. L'article 25 de la proposition modifiée de directive sur le prospectus du 9 août 2002(09 08 2002) com. (2002) 460 final) impose elle aussi l'adoption de sanctions administratives de même que le projet de texte sur les obligations d'informations périodiques de mai 2002 (Point 23).

cotées de procéder à des publications rectificatives⁴⁴⁵. Ce n'est qu'en 1989 que la Commission des opérations de bourse a reçu bien avant le Conseil déontologique des valeurs mobilières, un pouvoir général d'injonction⁴⁴⁶. Toutefois, sa mise en œuvre est soumise à davantage de limitations que celui dont dispose l'Autorité des marchés financiers. En effet, celle-ci peut émettre une injonction dès lors qu'elle constate une violation des lois ou des règlements boursiers et ne peut agir que lorsque les pratiques visées violent ses propres règlements et, de surcroît, se traduisent par l'un des effets dont la loi donne la liste⁴⁴⁷. Cependant, cette contrainte est en réalité peu significative car les règlements de la Commission des opérations de bourse permettent de couvrir de nombreuses situations et les effets exigés par la loi sont relativement faciles à établir. La véritable différence réside donc dans le fait que l'injonction administrative constitue au Maroc plutôt une mesure d'urgence alors qu'il est surtout en France une mesure de sanction.

Le pouvoir de sanction administrative de l'Autorité des marchés financiers est prévu par l'article L. 621-15 II et à vocation à s'appliquer à toute personne coupable de « pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, lorsque ces pratiques sont de nature à porter atteintes aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou au traitement des investisseurs ou à leurs intérêts contraires à leurs obligations professionnelles⁴⁴⁸». Le domaine du pouvoir de sanction administrative de l'Autorité des marchés financiers semble plus étendu que celui de la COB. En effet, ce dernier ne pouvait sanctionner que les pratiques contraires à ses règlements tandis que l'Autorité des marchés financiers peut sanctionner *les pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires*.

Cependant, ces pratiques⁴⁴⁹ peuvent être sanctionnées si elles produisent certains effets qui se rattachent à la mission de protection des investisseurs de l'Autorité des marchés

⁴⁴⁵ Art. L. 621-18 C. mon.fin. (Article 3 alinéa 3 de l'ordonnance de 1967).

⁴⁴⁶ Article 9-1 de l'ordonnance de 1967 (Art. L. 621-14 C. mon.fin.) introduite par la loi du 2 août 1989.

⁴⁴⁷ Ces effets sont de fausser le fonctionnement du marché ou de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, ou de porter atteinte à l'égalité de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, ou enfin de faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements des intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

⁴⁴⁸ Article L 621 -14 du code monétaire et financier.

⁴⁴⁹ Concernant les pratiques interdites, il s'agit du manquement d'initié, des manipulations de cours et de la diffusion de fausse information.

financiers. De ce fait, le pouvoir de sanction de l'Autorité des marchés financiers reste borné dans les limites des dispositions législatives qui intéressent la protection des investisseurs.

Ainsi, une innovation importante de la loi de sécurité financière qui consiste à l'opération d'une distinction non plus *rationae materiae* en fonction disciplinaire ou administrative de la sanction mais *rationae personnae* en distinguant trois catégories de personnes : Les personnes morales, les personnes physiques et les personnes autres que ces derniers. Pour chaque catégorie de ces trois personnes, la loi prévoit un barème unifié de sanctions sans distinguer selon qu'il s'agit d'un manquement à leurs obligations professionnelles ou d'une pratique contraire aux lois et règlements⁴⁵⁰.

L'Autorité des marchés financiers a hérité de la Commission des opérations de bourse un pouvoir général d'injonction qui lui permet d'ordonner à l'auteur d'une pratique irrégulière d'y mettre fin. L'autorité peut exercer ce pouvoir seule (injonction directe) ou en collaboration avec l'autorité judiciaire (injonction indirecte).

Injonction directe : Le pouvoir d'injonction directe, aussi appelée injonction administrative, est désormais confié au collège de l'Autorité des marchés financiers afin de conserver sa liberté d'appréciation à la Commission des sanctions si, suite à une injonction restée sans effet, le collège décidait d'engager une procédure de sanction. Il semble toutefois que ce pouvoir pourrait être aujourd'hui délégué au président de l'autorité, dans la mesure où il s'agit bien d'un pouvoir de décision de portée individuelle et que le décret n'exclut des délégations au président que les décisions ayant le caractère de sanction⁴⁵¹. En revanche, une délégation à une commission spécialisée est expressément écartée⁴⁵².

Le pouvoir d'injonction s'exerce à l'encontre de pratiques définies par l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier. l'Autorité des marchés financiers peut ordonner que soit mis fin aux pratiques lorsque celles-ci sont contraires aux dispositions législatives ou réglementaires⁴⁵³ (première exigence) et, (deuxième exigence) qu'elles sont de nature à porter

⁴⁵⁰ Article L. 621-15 III du Code monétaire et financier.

⁴⁵¹ Article 10, Décret n°2003-1109, du 21 novembre 2003 ; comp. ancien art. L. 621-5 du code monétaire et financier.

⁴⁵² Article 4, Décret n°2003-1109, du 21 novembre 2003.

⁴⁵³ Proposition modifiée par la loi Sécurité financière, l'ancienne disposition ne visait que les pratiques contraires aux règlements de la commission.

atteinte aux droits des épargnants⁴⁵⁴ ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

L'autorité prononce l'injonction au terme d'une procédure dont le caractère contradictoire est aujourd'hui expressément affirmé par le législateur⁴⁵⁵. Le secrétaire général qui propose au collègue de mettre en œuvre la procédure d'injonction doit indiquer au préalable à la personne concernée par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, remise en main propre contre récépissé ou acte d'huissier (trois jours ouvrés ou moins) pour faire connaître par écrit ses observations. Le collègue ne peut enjoindre qu'après avoir pris connaissance des observations éventuellement formulées⁴⁵⁶.

L'injonction est l'une de ces « *mesures administratives* » que la directive « *abus de marché* » demande aux Etats de prévoir aux fins de renforcer l'efficacité de ses prescriptions et qu'elle autorise à rendre publiques afin d'en renforcer le caractère pédagogique et dissuasif⁴⁵⁷. Conformément aux termes mêmes de la directive, les mesures d'injonction ne devraient pas être rendues publiques si leur publication est de nature à perturber gravement le marché ou à causer un préjudice disproportionné aux parties en cause⁴⁵⁸.

Injonction indirecte : La loi du 2 août 1989 octroyant à la Commission des opérations de bourse un pouvoir d'injonction directe avait laissé subsister l'injonction indirecte encore dite « judiciaire ou provoquée », qui avait été conférée à la commission par l'ordonnance du 28 septembre 1967⁴⁵⁹, puis octroyés au Conseil des marchés financiers⁴⁶⁰. Ce pouvoir est

⁴⁵⁴ *Proposition ajoutée par la loi Sécurité financière.*

⁴⁵⁵ *Article L. 621-14, tel que modifié par la loi Sécurité financière.*

⁴⁵⁶ *Article L. 621-14 du Code monétaire et financier et article 17, Décret n°2003-1109 du 21 novembre 2003.*

⁴⁵⁷ *Article L. 621-14 du Code monétaire et financier, art 14, 4° Directive n°2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initié et les manipulations du marché.*

⁴⁵⁸ *Article 14 4°, Directive préc.*

⁴⁵⁹ *La COB a rarement fait usage de cette possibilité, v, cependant, affaire Herikoa, TGI Paris, 22 février 1988, JCP, 1988, éd. E, II, 1577, n°26, obs. A. Viandier et J-J Caussin ; Paris, 28 mars 1988, Gaz. Pal., 1998, I, p. 308, note C. Ducouloux-Favard ; D., 1989, 116, note N. Decoopman, en dernier lieu, affaire Parfival, TGI Paris, Ord. Réf., 29 mars 1992, n°51669/99(BF), Bull. Joly Bourse, juillet août, 1999, également affaire Hubert Industrie, TGI Paris, ord. 5 août 1994, JCP, 1994, éd. E, II, 623, note A. Viandier ; Dr. sociétés, décembre 1994, n°209, note H. Hovasse. Paris, 18 septembre 1995, jcp, 1995, éd. E, II, 745. Bull. Joly Bourse, novembre décembre 1995, § 88, p. 511, note P. Le Cannu ; Rev. dr. bancaire et bourse, n°53, Janvier février 1996, 28, obs. M. Germain et M-A. Frison-Roche.*

maintenue au bénéfice de l'Autorité des marchés financiers, le président de l'autorité des marchés financiers peut demander en justice qu'il soit ordonné à la personne qui est responsable d'une pratique visée à l'article L. 621-14 alinéa 1, de se conformer aux dispositions législatives ou réglementaires, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets. La demande est portée devant le président du tribunal de la grande instance de Paris qui statue en la forme des référés et dont la décision est exécutoire par provision. L'intérêt du recours à l'injonction indirecte réside dans la possibilité donnée au président du tribunal de prendre toute mesure conservatoire et de prononcer une astreinte. Il résidait également dans le champ de cette injonction, défini plus largement que celui de l'injonction directe. Depuis la loi sécurité financière les domaines coïncident⁴⁶¹.

B) Pouvoir de sanction disciplinaire.

En effet, le pouvoir de sanction du régulateur de marché est, à n'en pas douter, un élément majeur de la crédibilité de la Place. À l'heure où la crise financière a sérieusement ébranlé la confiance des investisseurs, les pouvoirs publics se sont montrés soucieux de donner au régulateur les moyens de sanctionner efficacement et rapidement, non seulement les manquements commis par les acteurs de marché dans l'observation des règles qui s'appliquent à eux, mais aussi, les atteintes portées par quiconque au bon fonctionnement des marchés à travers ce qu'il est convenu d'appeler les abus de marché.

Certes, le modèle adopté par l'Autorité des marchés financiers lors de sa création en novembre 2003 était déjà un modèle très abouti, avec une commission des sanctions distincte et indépendante du collège, la récente affaire EADS⁴⁶² en est le témoin, qui a démontré, au cours de ces dernières années, une réelle capacité à sanctionner des comportements répréhensibles. Si l'Autorité des marchés financiers peut, ainsi, grâce à cette organisation, faire figure de bon élève face aux prescriptions de la Cour européenne des droits de l'homme

⁴⁶⁰ CAUSSE (H.), « Le référé financier, le cas de l'action du président du CMF », JCP, 2002, éd. E, p. 1708.

⁴⁶¹ Avant la loi de sécurité financière, le champ de l'injonction indirecte était plus large que celui de l'injonction directe : d'une part, parce que seule une atteinte aux droits des épargnants était exigée et non la contrariété aux règlements de la commission, d'autre part parce qu'il n'était pas requis que cette atteinte soit avérée mais seulement que la pratique soit « de nature » à porter atteinte aux droits des épargnants, ce qui rendait possible une action préventive.

⁴⁶² PACLOT Yann « La leçon de l'affaire EADS », Revue de droit bancaire et financier, Revue bimestrielle lexis nexis juriclasseur, mars avril, 2010, p.2.

(CEDH)⁴⁶³, son pouvoir de sanction n'était pas pour autant, jusqu'à présent, à l'abri des critiques. Les débats ont été nombreux sur ce sujet au cours de ces dernières années, certains prônant même la suppression pure et simple du pouvoir de sanction de l'Autorité des marchés financiers.

Une évolution de ce pouvoir était donc nécessaire pour répondre tant aux critiques dont il faisait l'objet de la part des professionnels, certaines de ces critiques ayant d'ailleurs fait l'objet de propositions d'évolution constructives⁴⁶⁴, qu'au souhait du régulateur lui-même⁴⁶⁵. La création de la nouvelle Autorité de contrôle prudentiel ainsi que la réorganisation en cours de la supervision financière européenne⁴⁶⁶ étaient également l'occasion de renforcer les pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers de façon à lui permettre de mieux faire face aux insuffisances mises en lumière par la crise financière. C'est dans ce contexte que le législateur a souhaité consacrer un volet de la loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière (LRBF) au renforcement des pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers et, au sein même de ce volet, à l'instauration des mesures destinées à améliorer, moderniser et renforcer le pouvoir de sanction de régulateur.

La détection des risques et de leur ampleur explique la création d'une nouvelle instance, le « Conseil de régulation financière et du risque systémique ». Présidé par le ministre de l'Économie et composé du gouverneur de la Banque de France, président de l'Autorité de contrôle prudentiel, du vice-président de cette autorité, du président de l'Autorité des marchés financiers, du président de l'Autorité des normes comptables et de trois personnalités choisies en raison de leurs compétences⁴⁶⁷, ce conseil a pour mission :

⁴⁶³ *Echappant ainsi aux critiques et à la sanction dont la Commission bancaire a fait l'objet de la part de la CEDH dans un arrêt Dubus c/ France du 11 juin 2009 (BJB 2009, n°55, p.388, note L. Ruet).*

⁴⁶⁴ *C'est ainsi, qu'à l'issue de travaux menés par un groupe composé d'adhérents et de personnalités extérieurs, l'AMAFI (association française des marchés financiers) a formulé, dans un rapport favorablement accueilli par la Place et par le régulateur lui-même, trente propositions d'évolution du pouvoir de sanction de l'AMF, dont plusieurs ont depuis été mises en œuvre (V.rapp. Amafi, « Quelles évolutions du pouvoir de sanction de l'autorité des marchés financiers ? ». Trente propositions d'un groupe de travail de l'AMAFI. Contribution à la réflexion de Place, 20 juill.2009.*

⁴⁶⁵ *AMF, plan stratégique de l'AMF, juin 2009, spéc. « Action 12 : garantir une procédure de sanction efficace, impartiale et rapide ».*

⁴⁶⁶ *Avec la création au début de l'année 2011 de trois nouvelles autorités, dont la nouvelle « autorité européenne des marchés financiers », (AEMF) ou (ESMA) en anglais, dotée de pouvoir nettement élargis par rapport à ceux du (CESR) Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières, auquel elle doit se substituer.*

⁴⁶⁷ *C. monét. fin., art. L. 631-2 ; L. n° 2010-1249, art. 1.*

- De veiller « à la coopération et à l'échange d'informations entre les institutions que ses membres représentent » ;
- D'examiner « les analyses de la situation du secteur et des marchés financiers » et d'évaluer « les risques systémiques qu'ils comportent, compte tenu des avis et recommandations du comité européen du risque systémique » ;
- Et de faciliter « la coopération et la synthèse des travaux d'élaboration des normes internationales et européennes applicables au secteur financier » : il « peut émettre tout avis ou prise de position qu'il estime nécessaire⁴⁶⁸ ».

Le Conseil de régulation financière et du risque systémique devra ainsi tenir compte des travaux du Comité européen du risque systémique, une fois que celui-ci sera institué. Comme ce dernier d'ailleurs, il n'a pas de pouvoir de décision ; il n'est investi que d'un pouvoir consultatif. Son rôle ne devrait toutefois pas être négligeable puisqu'il doit aider les pouvoirs publics à prendre des décisions en temps de crise.

Ce comité se substitue au collège des autorités de contrôle des entreprises du secteur financier. On relèvera toutefois que son rôle est plus étendu car ce collège avait seulement pour « mission de faciliter les échanges d'informations entre les autorités de contrôle des groupes financiers ayant à la fois des activités de crédit, d'investissement ou d'assurance ainsi que d'évoquer toute question d'intérêt commun relative à la coordination du contrôle desdits groupes⁴⁶⁹ »

Indéniablement, les deux mesures phares du nouveau dispositif sont d'une part, le relèvement significatif du plafond des sanctions que peut prononcer la Commission des sanctions et d'autre part, l'instauration d'un mécanisme de « composition administrative ». Pourtant d'autres mesures, touchant, à la procédure même de sanction, apparaissent comme tout aussi, voire plus, importantes encore pour assurer le bon fonctionnement du processus de sanction et permettre ainsi une meilleure acceptation par les personnes concernées de cette procédure répressive.

⁴⁶⁸ C. monét. fin., art. L. 631-2-1 ; L. n° 2010-1249, art. 1.

⁴⁶⁹ C. monét. fin., ancien art. L. 631-2, al. 2).

1- Relèvement du plafond des sanctions.

C'est un relèvement significatif qui a été ainsi opéré par la loi de régulation bancaire et financière puisque les plafonds des sanctions pécuniaires que la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers peut désormais prononcer sont multipliés par dix, passant de 10 à 100 millions d'euros, pour les personnes soumises au contrôle de l'Autorité des marchés financiers, de 1,5 à 15 millions d'euros pour les personnes physiques placées sous le contrôle de ces dernières et enfin, de 10 à 100 millions d'euros également pour la sanction des abus de marché⁴⁷⁰.

Officiellement motivé par un souci de cohérence du dispositif global de surveillance du secteur financier⁴⁷¹, ce relèvement apparaît surtout comme l'expression d'une volonté politique d'affirmer que le régulateur a désormais des moyens non négligeables de faire respecter la réglementation financière. La vertu de cette disposition serait donc essentiellement dissuasive et symbolique d'autant qu'en pratique, les plafonds antérieurs de sanction n'ont été que très rarement atteints et que l'« Autorité des marchés financiers », déjà réputée répressive, serait d'assez loin le régulateur boursier potentiellement le plus sévère, avec un plafond nettement supérieur à celui de ses homologues européens, hormis, la FSA britannique dont les sanctions pécuniaires ne sont pas plafonnées⁴⁷² ».

L'avenir seul permettra de mesurer l'impact de cette mesure dans un environnement européen qui tend aujourd'hui à renforcer les régimes de sanctions dans le secteur financier de l'Union européenne. Partant du constat que les règles actuellement en vigueur divergeaient de façon significative d'un Etat membre à l'autre et, bien souvent, ne constituent pas un moyen de dissuasion efficace, la Commission européenne vient de solliciter les parties intéressées sur les mesures qui pourraient être envisagées pour assurer une plus grande convergence et une meilleure efficacité du système de sanction⁴⁷³. La France qui se trouve aujourd'hui, avec, avec les nouvelles dispositions de la loi de régulation bancaire et financière (LRBF), dans le peloton de tête en termes de répression des infractions aux règles sur les services financiers,

⁴⁷⁰ Art. L.621-15, III, du Code monétaire et financier.

⁴⁷¹ *Le plafond des sanctions pouvant être prononcées par l'ACP ayant été lui-même remonté de 50 à 100 millions d'euros.*

⁴⁷² *Rapport présenté par M. le sénateur Marini au nom de la commission des finances du Sénat, 14 sep.2010.*

⁴⁷³ « *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European economic and social committee and the Committee of the regions reinforcing sanctioning regimes in the financial services sector* », communiqué CE, IP/10/1678, 8 déc.2010.

ne peut qu'accueillir favorablement une initiative visant à assurer que les Etats membres sanctionnent de manière plus harmonisée et qui est, de ce fait, essentielle pour l'égalisation du champ concurrentiel.

2- Instauration d'un mécanisme de « composition administrative ».

Sous cette appellation assez ambiguë, c'est un mécanisme de transaction qui est instauré par la loi de régulation bancaire et financière (LRBF)⁴⁷⁴ au terme d'un long cheminement, fait de concessions inévitables, qui peut conduire si la montagne n'a pas accouché d'une souris... Depuis plusieurs années déjà, la question de l'attribution de l'Autorité des marchés financiers d'un pouvoir de transaction faisait débat. Dans son principe, elle était souhaitée tant par le président de l'Autorité des marchés financiers⁴⁷⁵ que par une partie importante de professionnel⁴⁷⁶. Son premier objectif était de sortir du champ de la procédure de sanction un certain nombre de dossiers qui la ralentissent indûment, surtout lorsque la nature des faits et la gravité des manquements ne sont pas de nature à justifier une procédure aussi lourde. Dès lors, la Commission des sanctions pourrait utilement concentrer ses moyens sur les affaires les plus importantes, les plus complexes et qui, portant une atteinte sérieuse de l'ordre public financier, doivent être traitées aussi rapidement et rigoureusement que possible compte tenu des enjeux de la Place.

C'est ainsi, qu'on été exclus, à juste titre, du champ de la composition administrative des manquements potentiellement importants soit en raison de leur nature (les trois cas d'abus de marché) soit en raison de la personnalité de leurs auteurs éventuels (les dépositaires centraux et gestionnaires de système de règlement livraison, les entreprises de marché et les chambres de compensation).

C'est le collège qui peut discrétionnairement proposer à une personne à qui il notifie des griefs d'enter en voie de composition administrative. Naturellement va alors s'engager -si la personne concernée le souhaite- un processus de discussion, voire de négociation. L'accord, -si accord il y a- doit être signé avec le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers et contenir un engagement de verser au Trésor public une somme dont le montant maximum

⁴⁷⁴ *Par le biais d'un nouvel article L.621-14-1 du Code monétaire et financier.*

⁴⁷⁵ *M. M. Prada dès 2004 puis M. J-P. Jouyet, se sont prononcés à plusieurs reprises en faveur d'un tel dispositif (v. notamment Plan stratégique de l'AMF, action 13).*

⁴⁷⁶ *Rapport AMAFI, proposition 30.*

est celui de la sanction pécuniaire encourue au titre du manquement concerné. L'accord doit ensuite être validé par le collège puis homologué par la commission des sanctions. Enfin, il est rendu public.

On voit bien que l'utilisation effective de cette procédure est soumise à beaucoup de conditions qui vont conditionner le succès ou non de ce nouveau mécanisme. La première d'entre elles est que les personnes qui se voient proposer d'entrer à s'y engager. Or si l'objectif de départ paraissait intéressant, on peut se demander si certaines dispositions du texte ne risquent pas de freiner considérablement leur enthousiasme à cet égard.

D'abord, aucune « ristourne », sur le montant maximum certes – de la sanction encourue normalement devant la Commission des sanctions n'est prévue, ce qui, avec le relèvement significatif du plafond des sanctions n'est guère incitatif.

Ensuite, une question primordiale, celle de la reconnaissance ou non du bien fondé des griefs reste en suspens et donc sujet d'inquiétude pour les personnes concernées. A la demande expresse du Gouvernement, ont en effet, été supprimés du projet initial de la commission des finances du Sénat, deux alinéa qui prévoyaient d'une part, que « *l'accord ne vaut pas reconnaissance du bien fondé du ou des griefs qui avaient été notifiés* » et d'autre part, que « *les éléments recueillis dans le cadre d'une procédure de composition administrative ne peuvent être invoqués dans le cadre d'une autre procédure* ».

Ce n'est pas pour autant que l'on doive en conclure, s'agissant du premier point, que l'accord vaudra automatiquement reconnaissance du bien fondé par des griefs. Il appartiendra aux parties de traiter cette question dans le cadre de leur accord contractuel mais l'incertitude qui existe inévitablement sur ce point peut en freiner plus d'un. D'autant que la volonté affirmée de favoriser l'indemnisation des victimes par le biais notamment de la transaction semble mélanger deux objectifs, louables en soi, mais quelque peu contradictoires.

Enfin, le principe qui est posé de la publication de l'accord de transaction n'est certainement pas de nature à inciter les personnes concernées à s'engager dans cette voie, à moins que l'Autorité des marchés financiers accepte d'y procéder, le plus souvent possible, de façon anonyme, ainsi, serait préserver la fonction « pédagogique », des accords à l'instar de

celle des décisions de la commission des sanctions et nul ne pourrait arguer de « petits arrangements », crainte qui, n'a pas été étrangère au dispositif proposé.

3- Amélioration de la procédure de sanction.

Sous cette appellation, c'est un ensemble de mesures significatives, devant permettre d'assurer un meilleur équilibre entre les différentes parties prenantes à la procédure qui a été adopté.

Tout d'abord, la participation, aux séances de la Commission des sanctions, d'un membre du collège (en personne ou représenté par les services de l'autorité) ayant examiné le rapport d'enquête ou de contrôle et pris part à la décision d'ouverture d'une procédure de sanction est reconnue officiellement⁴⁷⁷. S'il assiste sans voix délibérative, il peut néanmoins présenter des observations au soutien des griefs notifiés et proposer une sanction. Le rôle du collège en tant qu'autorité de poursuite dans la procédure est ainsi renforcé par la loi de régulation bancaire et financière (LRBF) ainsi que par un décret du 8 décembre 2010⁴⁷⁸ qui prévoit les modalités selon lesquelles les membres du collège précité ou son représentant, en amont de la séance de la commission des sanctions, pourra dorénavant prendre une part active à la phase d'instruction et sera désormais placé sur un pied d'égalité avec la personne mise en cause.

Est-il toutefois réaliste de penser qu'un membre du collège pourra participer à la procédure d'instruction et à la séance de la Commission des sanctions ? En pratique, il est probable qu'il sera, le plus souvent, représenté par un membre des services de l'Autorité et dans ce cas, pourra-t-il véritablement, par le biais de ce représentant, se forger et exprimer sa propre conviction au fil du déroulement de la procédure ? Gageons que les membres du collège, conscients des attentes que suscite cette nouvelle réglementation, sauront veiller à ce qu'il en soit ainsi. Signalons enfin que le « *commissaire du gouvernement* », appellation ambiguë, disparaît au profit du « *directeur général du Trésor ou son représentant*⁴⁷⁹ » qui

⁴⁷⁷ Article L.621-15 du Code monétaire et financier qui renforce le principe déjà posé depuis 2008 au niveau réglementaire.

⁴⁷⁸ Décret n°2010-1524 du 8 décembre 2010 portant modification de la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers. Si ces dispositions relatives à la séance de sanction, qui confirment celles déjà contenues dans la LRBF, entrent en vigueur immédiatement, celles qui sont relatives à la phase antérieure d'instruction s'appliqueront aux procédures consécutives à une notification de griefs signée à compter du 1^{er} janvier 2011.

⁴⁷⁹ Article 621-3 du Code monétaire et financier.

comme par le passé siégera auprès de toute les formations de l'Autorité des marchés financiers, sans voix délibératives. Si l'on peut regretter que son rôle ne soit pas davantage clarifié, au moins sa nouvelle appellation permet de le distinguer plus nettement du représentant du collège⁴⁸⁰.

La deuxième mesure est l'instauration d'un principe de publicité des séances de la Commission des sanctions et de la publication de décisions. Si le caractère public des séances constitue une nouveauté⁴⁸¹, la publication des décisions n'en est pas une, le changement majeur sur ce point résidant dans le fait que ce qui était jusqu'à présent une simple faculté devient aujourd'hui la règle, assortie toutefois des mêmes exceptions qu'auparavant⁴⁸². Face à cette nouvelle formulation, la question qui subsiste et celle du devenir de l'anonymisation à laquelle la commission des sanctions a eu la sagesse d'avoir recours de plus en plus fréquemment au cours de ces dernières années et même de façon systématique dans deux cas bien identifiés⁴⁸³. Les premières décisions de la Commission des sanctions rendues postérieurement à l'entrée en vigueur de la loi de régulation bancaire et financière, ont continué à faire usage de l'anonymisation⁴⁸⁴. C'est indéniablement là une indication très encourageante de nature à apaiser les inquiétudes.

À l'examen des mesures précitées, une interrogation s'impose tout naturellement. Des améliorations ont-elles été prévues en faveur des personnes mises en cause ou susceptibles de l'être et de faire l'objet d'une sanction de la part de l'Autorité des marchés financiers? Certes, certaines de ces mesures, notamment celles concernant la nouvelle implication du représentant du collège dans la phase d'instruction et de jugement, en renforçant le principe du contradictoire, devraient avoir un impact positif sur les personnes concernées. Mais au-delà, ce n'est pas dans la loi de régulation bancaire et financière (LRBF) mais dans le

⁴⁸⁰ V. rapp. Amafi, §64 et 65.

⁴⁸¹ Article L-621-15, IV bis. Le président dispose toutefois du pouvoir, d'office ou à la demande d'une personne mise en cause, d'interdire au public l'accès à la salle « dans l'intérêt de l'ordre public, de la sécurité nationale ou lorsque la protection des secrets d'affaire ou de tout autre secret protégé par la loi l'exige ».

⁴⁸² Article L.621-15, V qui prévoit notamment que la publication doit avoir lieu « dans un format proportionné à la faute commise et à la sanction infligée ».

⁴⁸³ Lorsqu'une sanction pécuniaire est infligé à une société en raison de manquements commis par une autre société qu'elle a entre temps absorbée (faisant suite à un arrêt du Conseil d'Etat du 17 décembre 2008 n°316000) et lorsqu'une personne est mise hors de cause (à moins naturellement qu'elle ait intérêt à une publication nominative dans ce cas).

⁴⁸⁴ De plus, la charte de l'enquête de l'AMF du 13 décembre 2010, prévoit expressément que « la décision est rendue publique de façon anonyme ou non » (v. charte.p.4). Même si ce document n'a qu'une valeur pratique et inductive », (v. communiqué de presse, 17 déc.2010), cette affirmation est elle aussi de nature à apaiser les inquiétudes.

règlement général de l'autorité des marchés financiers (AMF) et dans la « charte de l'enquête » que l'Autorité des marchés financiers vient de publier⁴⁸⁵ que l'on trouve des améliorations sensibles pour les personnes faisant l'objet ou susceptibles de faire l'objet d'une procédure de sanction.

Répondant à un besoin fort mis en évidence lors des travaux de Place précités⁴⁸⁶, cette nouvelle charte se présente d'abord comme « un code de bonne conduite » à la fois pour les enquêteurs et les personnes sollicitées dont il précise les droits et obligations ainsi que le comportement qui est attendu des uns et des autres. Au-delà, est instauré une phase de contradictoire dès le stade de l'enquête, que les travaux de Place avaient également appelé de leurs vœux⁴⁸⁷. La mise en œuvre de ce principe est en outre confirmée par une nouvelle disposition du règlement général de l'Autorité des marchés financiers⁴⁸⁸, qui, en lui conférant ainsi, une valeur réglementaire, institue indéniablement un progrès majeur pour les « justiciables ».

Au Maroc, compte tenu de la qualification juridique du Conseil déontologique des valeurs mobilières, doté implicitement du statut d'autorité administrative, la procédure de sanction est sans aucun doute de nature administrative.

À cet égard, le pouvoir du Conseil déontologique des valeurs mobilières commence par des mesures disciplinaires dont est habilité à prendre. Ce pouvoir est fondé en droit par le dahir portant loi n° 1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et en fait, sur la mise en évidence de comportements énumérés par cet article et qui sont aussi ceux qui sont susceptibles d'emporter sanction administrative⁴⁸⁹.

En effet, le Conseil déontologique des valeurs mobilières, peut adresser, un avertissement ou un blâme par l'entremise duquel, il ordonne qu'il soit mi-fin aux pratiques susceptibles de fausser le fonctionnement du marché et de porter atteinte aux intérêts des souscripteurs.

⁴⁸⁵ *Charte de l'enquête, 13 décembre 2010, mise en ligne le 17déc.2010 sur www.amf-france.org.*

⁴⁸⁶ *V.rapp.Amafi, notamment proposition 5.*

⁴⁸⁷ *Ibid, proposition 2 et 4.*

⁴⁸⁸ *Rég.gén. AMF, art. 144-2-1.*

⁴⁸⁹ *Article 110 du dahir portant loi n° 1.93.212 relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières.*

Si les différentes mesures disciplinaires citées plus haut, à savoir, l'avertissement, le blâme ou l'injonction demeure sans effet, le Conseil déontologique des valeurs mobilières, peut proposer au ministre chargé des finances, à titre de sanction, de retirer l'agrément à l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières concerné⁴⁹⁰.

De ce fait, l'on peut considérer qu'une procédure de sanction ne peut être engagée qu'après mise en œuvre d'une procédure d'injonction. Cependant, nul ne sait, et parfois, le Conseil déontologique des valeurs mobilières, le premier, si cette injonction est le préalable d'une sanction. Pratiquement, l'ensemble des interventions du Conseil se limite aux seules mesures d'injonctions.

Il y a donc lieu de faire la distinction entre le pouvoir d'injonction administrative, propre au Conseil déontologique des valeurs mobilières, du pouvoir de sanction proprement dite, qui n'est prononcé qu'après accord du ministre des finances. Cette ligne de démarcation est nuancée, dans la mesure où une fois, la décision d'entrer en voie de sanction est prononcée, c'est au Conseil déontologique des valeurs mobilières de la concrétiser.

La procédure est contradictoire. En effet, l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières concerné en question, reçoit une notification des griefs dans laquelle est lui en outre précité le délai dont elle dispose pour présenter ses arguments⁴⁹¹, par l'intermédiaire d'un défenseur de son choix.

Le respect des garanties fondamentales auxquelles est soumise toute autorité détenant un tel pouvoir de sanction couplé de la nature administrative de cette procédure, nous amène à s'interroger sur l'existence d'un éventuel recours contre les décisions du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

À la lecture du texte, le législateur est muet sur ce point, me semble-t-il, les droits fondamentaux évoqués ci-dessus, ne peuvent être parfaits que s'ils sont assortis d'une procédure de recours devant le juge administratif. La compétence nationale du Conseil déontologique des valeurs mobilières, peut l'amener devant la chambre administrative de la cour suprême, sinon devant le tribunal administratif de Rabat, lieu de son siège.

⁴⁹⁰ Article 112 du dahir portant loi n° 1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

⁴⁹¹ Article 11 du dahir portant loi n° 1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

En principe, les décisions du Conseil déontologique des valeurs mobilières, sont du ressort des juridictions administratives, donc, de la chambre administrative de la cour suprême. Car le Conseil déontologique étant un organisme à compétence nationale.

Au niveau des sanctions pénales, signalons que jusqu'à présent le code pénal marocain ne contient pas de dispositions réprimant en tant que telles les infractions boursières, plus fondamentalement, il a fallu attendre les réformes boursières de 1993, instituant le Conseil déontologique des valeurs mobilières, la société de bourse des valeurs de Casablanca, et les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières pour voir apparaître quelques incriminations, dispersées dans des textes épars. L'expérience a révélé de nombreuses faiblesses. Elles sont encore dans leur forme embryonnaire.

La compétence du Conseil déontologique des valeurs mobilières, à cet égard, est très réduite par rapport à son homologue français. Il ne dispose pas d'un pouvoir d'injonction judiciaire. Son intervention, en matière pénale à saisir le procureur du roi compétent des infractions⁴⁹² qu'il aura relevées ou dont il aura pris connaissance⁴⁹³ ou d'une manière générale, lorsqu'une pratique contraire aux dispositions législatives ou réglementaires et de nature à porter atteinte aux droits des épargnants⁴⁹⁴.

Force est de constater que les autorités de régulation, bien qu'elles disposent du pouvoir de sanction et qu'elles soient soumises à des règles d'organisation, de déontologie et de fonctionnement comparables à celles qu'on applique aux juridictions, ne peuvent pas être considérées comme un « juge » et leurs décisions ne sont pas juridictionnelles, même lorsque elles prononcent des sanctions. Cela veut dire que les compétences de l'autorité de régulation, même si elles sont considérablement élargies grâce à la nouvelle loi de la sécurité financière, ne privent pas le juge de la sienne.

Le régulateur qui dispose du pouvoir de sanction, agit en droit et mène son action avec les garanties procédurales imposées. Dès lors, il devient une *quasi – juridiction*. Mais il est incontestable que la plénitude des pouvoirs juridictionnels reste au juge et les pouvoirs

⁴⁹² Article 24 et 34 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

⁴⁹³ Article 35 du dahir portant loi n°1.91.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

⁴⁹⁴ Chapitre II sur les sanctions pénales, article 113 et 125 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

attribués au régulateur sont strictement limités par les textes législatifs, et ce dernier peut intervenir chaque fois qu'un tel texte lui donne expressément le pouvoir. Dans ce sens, l'intervention du juge est en complément de celle du régulateur. L'Autorité des marchés financiers dispose d'un pouvoir de sanctions administratives et disciplinaires, considérablement élargi, mais la procédure pénale ou la condamnation à la réparation du dommage subi par les acteurs du marché n'entrent pas dans son champ de compétence. Le juge du droit commun a le monopole du pouvoir d'imposer des sanctions pénales ou d'évaluer les indemnités qui doivent être accordées aux victimes de pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires et de condamner l'auteur d'une telle violation à réparer le préjudice. Afin d'apprécier la violation, qui permet de qualifier la faute à l'égard du droit de la responsabilité ou le délit à l'égard du droit pénal, le juge commun peut s'appuyer sur la décision de la commission de sanctions de l'Autorité des marchés financiers.

La coopération du juge à l'exercice des pouvoirs quasi – juridictionnels du régulateur est souvent nécessaire afin d'assurer une bonne exécution des décisions du dernier. En effet, ses décisions sont, le plus souvent, des décisions administratives qui, n'ayant pas de caractère de décisions juridictionnelles, ne bénéficient pas des dispositions permettant l'exécution des décisions de justice, même s'il s'agit des décisions par nature exécutoires comme toute décision administrative.

Un exemple caractéristique du rôle complémentaire du juge comme on l'a déjà vu est celui de l'injonction indirecte prévue dans l'article L. 621 –14 II du code monétaire et financier. Selon cet article, « le président de l'Autorité des marchés financiers peut demander en justice qu'il soit ordonné à la personne qui est responsable de la pratique relevée de se conformer aux dispositions législatives ou réglementaires, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets ». On voit que l'Autorité des marchés financiers peut demander l'assistance du juge commun, dont la décision est exécutoire, pour assurer le respect de son pouvoir d'injonction.

Cette action du juge, en complément de celle du régulateur, touche le juge administratif, le juge civil et le juge pénal et le fait de participer à l'activité de la régulation des marchés financiers.

Paragraphe 2 : La protection des droits de la défense.

L'octroi d'un pouvoir de sanction à l'Autorité des marchés financiers et au Conseil déontologique des valeurs mobilières présente certes des avantages par rapport à une répression judiciaire mais il fait également peser des risques d'abus beaucoup plus importants. En effet, non seulement elles disposent d'un pouvoir de sanction sans être soumises aux règles applicables aux juridictions judiciaires, mais en plus elles concentrent les pouvoirs de sanction, d'instruction, et de réglementation⁴⁹⁵. Ces trois phases de poursuites entre les deux organes de l'Autorité des marchés financiers, sont conformes aux exigences de la Convention européenne des droits de l'Homme, telles que la Cour de Strasbourg les a entendues dans l'arrêt Didier⁴⁹⁶.

La solution retenue pour assurer une protection adéquate des droits des personnes poursuivies ou plus exactement, selon la terminologie en vigueur en France depuis 1996⁴⁹⁷, les personnes mises en cause a consisté à soumettre l'Autorité des marchés financiers à des principes inspirés de la procédure pénale. Cependant, leur mise en pratique effective conduit à une protection plus satisfaisante en France qu'au Maroc.

La mise en œuvre par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et le Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM) de leurs pouvoirs de sanctions administratives est soumise à des principes relativement similaires inspirés du droit pénal français. Certains de ces principes constituent des règles de fond et d'autres des règles de procédure.

Les règles de fond applicables à la répression administrative visent d'une part son cumul éventuel avec la répression pénale et d'autre part pour ses conditions d'application.

En France, le principe de non-cumul des sanctions pénales est mieux respecté en matière de répression administrative. Cette meilleure protection ne résulte pas de l'application des textes internationaux qui posent le principe *non bis in idem* mais de la constitution elle-même. En effet, l'article 14 § 7 du pacte des Nations unies de 1966 sur les droits civils et

⁴⁹⁵ Article 621-15 I du Code monétaire et financier.

⁴⁹⁶ CJCE, 27 août 2002, *Didier c/France*.

⁴⁹⁷ Décret n°96-871 du 3 octobre 1996.

politiques n'interdit que le cumul des sanctions pénales⁴⁹⁸ ainsi que l'a d'ailleurs estimé la Chambre criminelle de la Cour de Cassation. Il est vrai qu'à l'époque de son élaboration, les sanctions administratives n'étaient que peu développées et que le traité ne pouvait donc les aborder.

Quant au Protocole n°7 de la CEDH qui reprend le principe *non bis in idem*, il a été en revanche adopté en 1984 à une époque où les sanctions administratives étaient déjà développées⁴⁹⁹. Cependant, la France a effectué une réserve excluant les sanctions administratives du champ d'application de la règle *non bis in idem*. De plus, la Cour européenne des droits de l'homme, après s'être montrée favorable en 1995 à l'application du principe *non bis in idem* aux sanctions administrative et pénales⁵⁰⁰, l'exclut désormais⁵⁰¹. La chambre criminelle de la Cour de cassation s'est donc également prononcée en ce sens sur le fondement du protocole n°7 de la CEDH en 1996⁵⁰² et en 2000.⁵⁰³

Toutefois, il faut noter que le pouvoir législatif n'a pas donné la possibilité au pouvoir judiciaire de s'assurer du respect du principe *non bis in idem* par les autorités de régulation. Certes le Conseil constitutionnel a admis le principe du cumul entre les sanctions administratives et pénales, ce cumul ne s'opposant pas frontalement au principe *non bis in idem*⁵⁰⁴. Il est de notre avis que cette dualité répressive n'est pas exempte de critiques non seulement par rapport au principe *non bis in idem* mais aussi en ce qui concerne la présomption d'innocence. Il est regrettable que la proposition de la chambre de Commerce et d'Industrie de Paris tendant à abolir ce cumul des sanctions pour tous les délits boursiers fût rejetée.

La répression administrative est également soumise à certains principes qui, régissent les conditions d'application de la sanction pénale. Ainsi, en France, l'Autorité des marchés

⁴⁹⁸ Article 14. 7 du pacte de 1966 des Nations Unis : « Nul ne peut être poursuivi ou puni en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de chaque pays ».

⁴⁹⁹ Article 4 du protocole n°7 de la CEDH (1984) : « Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même Etat en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet Etat ».

⁵⁰⁰ CEDH, 23 octobre 1995, *Gradinger c. Autriche*, A328-C.

⁵⁰¹ « L'article 4 du protocole n°7 ne s'oppose pas à ce que des juridictions distinctes connaissent des infractions distinctes, fussent-elles les éléments d'un même fait pénal ». CEDH, 30 octobre 1998, *Oliveira c. Suisse*, Recueil 1998-V.

⁵⁰² Cass. Crim. , 20 juin 1996, D. 97, p. 249, note Tixier et Lamulle.

⁵⁰³ Cass. Crim. , 1^{er} mars 2000, D. 2000, AJ p. 229, obs. Lienhard.

⁵⁰⁴ Le Conseil Constitutionnel prend acte des réserves formulées par la France concernant l'article 4 du 7^{ème} protocole additionnel de la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH).

financiers est soumise au principe de légalité des délits et des peines (*nullum crimen, nulla poena sine lege*). Cependant, celui-ci reçoit une application atténuée puisque, si la peine est bien prévue par la loi, la définition de la conduite prohibée est donnée par les règlements de la Commission des opérations de bourse.

L'Autorité des marchés financiers est également soumise à des principes de procédure destinés à garantir un procès équitable, cette exigence a été prévue par la jurisprudence constitutionnelle, mais sa traduction concrète se trouve dans des textes, de nature législative et réglementaire, spécifiques à la Commission des opérations de bourse. Elle est également et surtout une source conventionnelle puisque la Cour d'appel de Paris a jugé, contre l'opinion contraire mais critiquable aussi bien en droit qu'en opportunité qu'avait défendue la COB, que la Convention européenne des droits de l'Homme était applicable à ses procédures de sanction en raison de leur caractère répressif⁵⁰⁵. Ces principes concernent non seulement les modalités de la procédure conduisant à une décision de sanction, mais portent également sur la possibilité d'un contrôle *a posteriori* de cette décision.

Un autre principe traité aussi dans l'article 6 de la CEDH est celui de la prescription des manquements boursiers. Antérieurement à la loi de sécurité financière, la Commission des opérations de bourse pouvait réprimer les manquements boursiers, sans qu'un délai de prescription lui soit opposable, en violation de la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH). Désormais, l'article L. 621-15, alinéa 2 du code monétaire et financier dispose que « *la Commission des sanctions ne peut être saisie des faits remontant à plus de trois ans s'il n'a été fait pendant ce délai aucun acte tendant à leur recherche, à leur constatation ou à leur sanction* ». Le respect de ce délai fait l'objet du contrôle des décisions de l'Autorité des marchés financiers prononçant des sanctions par le juge, afin d'assurer la conformité aux dispositions de la Convention.

En droit marocain, l'illustration des droits de la défense des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières intervient surtout en cas d'un éventuel abus de pouvoir, auquel donnerait lieu un retrait d'agrément.

⁵⁰⁵ Paris, 12 janvier 1994, *Métronologie Internationale, RD bancaire et bourse 1994. Obs. Germain et Frison-Roche. Cette solution confirmait celle qu'avait retenue, dès 1989, la Cour d'appel de Paris pour les sanctions infligées par le conseil I de la concurrence. Paris 1ère ch. sect. conc. , 14 déc. BOCCRF, 22 déc. 1989.*

En effet, quelle que soit la raison, pour ne pas aller jusqu'à une disparition définitive et immédiate, et éviter aussi une procédure mettant fin provisoirement à l'agrément, le dahir de 1993 prévoit que le retrait n'est prononcé qu'après avoir convoqué le représentant de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières au moins une semaine avant sa comparution devant le Conseil déontologique des valeurs mobilières, afin d'être entendu⁵⁰⁶.

Bien plus, pour écarter tout caractère arbitraire, et renforcer le droit de la défense, l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières concerné peut se faire assister du défenseur de son choix, et ce conformément au principe général dit droit de défense qui lui permet de présenter ses observations et ses moyens de défense avant que la décision ne soit prise⁵⁰⁷.

De ce fait, la distinction entre une simple décision administrative de retrait et la sanction disciplinaire peut être délicate.

En réponse à cette question sur la nature du retrait d'agrément, il est fondé comme le souligne le professeur « Peletier »⁵⁰⁸ de prétendre alors que le retrait d'agrément est une sanction et ce, d'autant que la dahir relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, prévoit parmi les sanctions disciplinaires que peut prononcer le Conseil déontologique des valeurs mobilières, en cas de manquement de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières à ses obligations professionnelles, de proposer au ministre chargé des finances le retrait d'agrément.⁵⁰⁹

Ce retrait n'intervient que si l'avertissement ou le blâme prononcé est resté sans effet, c'est-à-dire en cas de récidive.

En fait, c'est le juge administratif qui sera amené à étudier les motifs de la décision de retrait. Si le but de l'administration était préventif, il s'agira d'une simple mesure

⁵⁰⁶ Article 112, alinéa 1 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

⁵⁰⁷ Ce principe a été affirmé par le conseil d'Etat français dans un arrêt de principe rendu le 5 mai 1944. Dame-Veuve Trempier –Gravier GAJA. 9^{ème} édition, p. 360.

⁵⁰⁸ C'est que tente Bon-Garcin Isabelle de montrer à travers son article intitulé « Conditions de retrait de l'agrément obtenu par une société de gestion de portefeuille », Bulletin Joly Bourse, septembre octobre 1997. Recueil DALLOZ, 1999, décision du conseil d'Etat du 23 mai 1997, p. 250.

⁵⁰⁹ Article 110 du dahir portant loi n°1.93.213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

administrative, si au contraire, elle visait à sanctionner le comportement de l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières, la décision sera analysé comme constituant une sanction et devra être précédée d'une procédure contradictoire.

En revanche, la procédure est irrégulière quand l'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières a été entendu par une autre autorité, autre que le Conseil déontologique des valeurs mobilières, organe subordonné hiérarchiquement au ministre des finances compétent pour décider le retrait.

L'Autorité des marchés financiers (AMF) et le Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM) sont dotés de pouvoirs importants, et notamment d'un pouvoir de sanction administrative, pour assurer la prévention et la répression des fraudes et des abus sur le marché boursier. Cependant, la légitimité du pouvoir de sanction administrative de l'Autorité du marché financier et du Conseil déontologique des valeurs mobilières sont conditionnés par le strict respect des droits de la défense que Motulsky qualifiait de droits naturels⁵¹⁰. Ainsi, l'Autorité des marchés financiers comme le Conseil déontologique des valeurs mobilières, doivent-ils être habilités par l'esprit des droits de la défense s'ils veulent garantir la pérennité de leur pouvoir de sanction administrative et disciplinaire.

Section 2

La sanction indirecte par les tribunaux.

La sanction indirecte, c'est-à-dire par les tribunaux et non par l'Autorité des marchés financiers (AMF) ou le Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM), peut prendre, selon la gravité des faits, soit un caractère civil (Paragraphe 1) soit un caractère pénal (Paragraphe 2).

Paragraphe 1 : La sanction civile.

En France, ce n'est que depuis 1985 que le président de la Commission des opérations de bourse a reçu le pouvoir de demander au président du tribunal de grande instance de Paris

⁵¹⁰MOTULSKY, *Mélanges P. Roubier, T. II, 1961, p. 175 et s.*

une injonction d'adopter ou de mettre un terme à un certain comportement. Bien que le terme utilisé en France ne soit pas celui d'injonction préliminaire comme aux Etats-Unis, il s'agit bien d'une mesure d'urgence.

En effet, elle est rendue en la forme des référés et il n'est pas nécessaire d'établir un dommage dès lors que la pratique relevée est de nature à porter atteinte aux droits des épargnants. Puis, la Commission des opérations de bourse a obtenu en 1989 le pouvoir de demander, après délibération du collège, au président du tribunal de grande instance la mise sous séquestre de fonds, valeurs, titres ou droits. Elle peut également depuis 1989 demander l'interdiction temporaire d'exercer une activité professionnelle.

Néanmoins comme ces mesures sont beaucoup plus contraignantes qu'une simple injonction de ne pas violer la loi, elles ne peuvent être prises qu'à l'encontre des personnes faisant l'objet d'une procédure de sanction par la Commission des opérations de bourse.

Cependant, la répression judiciaire civile est restée limitée en France. En effet, l'Autorité des marchés financiers ne peut agir devant les tribunaux pour demander la sanction ou la réparation d'une violation de la loi ou de la réglementation boursière. Ce sont les investisseurs qui peuvent le faire en invoquant d'ailleurs éventuellement l'autorité de la chose jugée lorsqu'une injonction a été rendue à la demande de l'Autorité des marchés financiers par le président du tribunal de grande instance de Paris.

Dans ce cadre, nous nous intéresserons à la nature juridique des actes rendus par l'Autorité des marchés financiers (A), et aux voies de recours (B).

A) La nature juridique des actes pris par l'Autorité de régulation.

Les décisions individuelles prises par l'autorité dans l'exercice de sa fonction de contrôle sont des actes administratifs unilatéraux⁵¹¹. Même lorsque ces décisions sont négatives, refus ou retrait d'agrément, refus d'approbation d'un programme d'activité, refus d'octroyer un visa, décisions d'irrecevabilité d'une offre publique, opposition à l'admission d'un instrument financier, injonction..., elles ne sont pas de sanctions, aussi ne sont-elles pas

⁵¹¹ Paris, 19 mars 2002, *Banque et droit*, n°82, mars avril 2002, obs., H. de Vauplane ; D. ; 2002, 1678, note M. Boizard ; JCP 2002, éd. E, 998, note A. Viandier ; *Dr des sociétés*, 2002, p. 28, note Th. Bonneau.

soumises aux exigences procédurales en matière de sanction et notamment au respect des prescriptions de l'article 6 de la Convention européenne des sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales⁵¹².

L'autorité n'est tenue que de respecter les formalités requises par le législateur ou qu'elle a elle-même posée pour la décision en cause et, conformément à la loi n°79-587 du 11 juillet 1979 relative à la motivation des actes administratifs, de motiver sa décision, afin de permettre en cas de recours un contrôle réel et effectif de la décision⁵¹³.

Cette position fondée sur la qualification des décisions individuelles et affirmée tant par le Conseil d'Etat que par la cour d'appel de Paris, a parfois été abandonnée. Ainsi, le Conseil d'Etat, le 21 novembre 2001⁵¹⁴, a-t-il annulé une décision de Conseil des marchés financiers refusant d'approuver un programme d'activité pour violation des droits de la défense, au motif que la compétence et l'honorabilité des dirigeants du requérant pouvaient être mis en cause. Le Conseil d'Etat a en effet, considéré que, eu égard à la nature des motifs, et à la gravité des conséquences qui en résultaient, le refus ainsi opposé au requérant ne pouvait régulièrement intervenir qu'après que celui-ci eût été mis à même de présenter ses observations sur les éléments que le conseil des marchés financiers se proposait de prendre en considération.

B) Les voies de recours.

Ces décisions peuvent faire l'objet de recours. La détermination de la juridiction compétente pour connaître de ces recours a été largement débattue. Ainsi que le rappelait le Conseil d'Etat, « à l'origine, et conformément au principe fondamental reconnu par les lois de la République rappelé par le Conseil constitutionnel selon lequel *« à l'exception des matières réservées par nature à l'autorité judiciaire, relève en dernier ressort de la juridiction administrative, l'annulation ou la réformation des décisions prises, dans l'exercice des prérogatives de puissance publique par les autorités exerçant le pouvoir exécutif ...»*, la

⁵¹² CE, 28 juillet 2000, Rev, droit bancaire et financier, janvier février 2001, p. 28, obs. M-A Frison-Roche, M. Germain, J-C. Marin et Ch Pénichon.

⁵¹³ Paris, 13 juillet 1988, Hauplane, Paris 24 juin 1991, 25 Avril 2000, Bull. Joly Bourse, septembre-octobre 2000, p. 449 § 93 ; note Th Granier, Banque et droit, novembre décembre 2000, p. 35, obs H. de Vauplane et J-J Daigre ; Paris 3 mai 2001, Schneider Legrand : Les décisions doivent comporter l'énoncé des considérations de droit et de fait qui en constituent le fondement et qui permettent d'en contrôler la légalité.

⁵¹⁴ CE 21 novembre 2001, JCP éd. E, 2002, p. 879, n° 822.

juridiction administrative avait une compétence exclusive pour connaître des décisions de ces autorités administratives⁵¹⁵. Pourtant, pour la Commission des opérations de bourse⁵¹⁶, le législateur a renversé le principe en décidant que la compétence des tribunaux judiciaires serait de droit commun et celles des tribunaux administratifs d'attribution.

La cour d'appel de Paris devenait ainsi la juridiction spécialisée en matière de contentieux financier⁵¹⁷. La loi sécurité financière du 1^{er} août 2003 a modifié l'article L. 621-30 du code monétaire et financier sans revenir sur cette dualité qui a pu être jugée source de complexité⁵¹⁸. Le principe est celui de la compétence du juge judiciaire pour l'examen des recours formés contre les décisions individuelles de l'Autorité des marchés financiers, à l'exception de toutes les décisions individuelles relatives aux professionnels contrôlés par l'Autorité des marchés financiers, ainsi, par exemple, les recours contre les décisions relatives à l'agrément relèvent du Conseil d'Etat alors qu'un recours contre un refus de visa devrait être porté devant la Cour d'appel de Paris.

Ces recours ont en commun d'être soumis à un délai de 10 jours à compter de la notification pour les personnes qui font l'objet de la décision, et de la publication pour les autres personnes intéressées⁵¹⁹.

Lorsque le recours est porté devant la cour d'appel de Paris, ses modalités sont détaillées à l'article 28 du décret du 21 novembre 2003⁵²⁰. La procédure est la même que lorsque l'acte contesté a le caractère d'une sanction, aussi l'accent est-il mis sur le caractère contradictoire⁵²¹ et plus généralement sur le respect des droits de la défense⁵²². Le recours

⁵¹⁵ Déc n 86 224 DC du 23 janvier 1987, Rec. p. 8 ; sur ce point v. Rapport du Conseil d'Etat, p 332 ; DECOOPMAN adde, op cit. , p. 45.

⁵¹⁶ L'exception ne concerne pas seulement la COB, le Conseil constitutionnel a jugé l'aménagement des règles de compétences valable dès lors que cet aménagement est « précis et limité » et « justifié par les nécessités d'une bonne administration » de la justice (Déc. n°86-224DC du 23 janvier 1987).

⁵¹⁷ DELVOLVE, (P.), « La nature des recours devant la Cour d'appel de Paris contre les actes des autorités boursières », Bull Joly, 1990, p. 499 ; A. Viandier, Le modèle français de relation entre le juge et les autorités de marché, Bull. Joly bourse, mai juin, 1994, § 41, p. 249.

⁵¹⁸ DAIGRE, (J-J.), Recours contre les décisions de la future autorité des marchés financiers : compétence administrative ou judiciaire ?, Rev. Dr. bancaire et financier, n°4, juillet août 2003.

⁵¹⁹ Art. 26, Décret préc.

⁵²⁰ Décret n°2003-1109, art. 26 à 28.

⁵²¹ Art. 28, IV, Décret préc.

⁵²² Ibid.

prend la forme d'une déclaration écrite au greffe de la cour d'appel de Paris⁵²³ et la déclaration doit comporter toutes les mentions prévues à l'article 648 du nouveau code de procédure civile. Lorsqu'elle ne contient pas l'exposé des moyens, cet exposé doit être déposé dans les quinze jours qui suivent la déclaration.

La cour de cassation interprète strictement cette disposition et considère qu'un moyen fut-il d'ordre public, est irrecevable dès lors qu'il est déposé hors délai⁵²⁴. Enfin, ce recours n'est pas suspensif, toutefois, sur demande formée par simple requête, le Premier président de la Cour d'appel de Paris peut ordonner qu'il soit sursis à l'exécution de la décision si celle-ci est susceptible d'entraîner des conséquences manifestement excessives⁵²⁵.

Ce contentieux est un contentieux objectif, dirigé contre un acte, et non contre l'organisme lui-même. Encore faut-il cependant qu'il y ait acte, c'est-à-dire une décision de l'Autorité susceptible de faire grief. Peu importe en revanche la forme de cette décision : ainsi un simple courrier en réponse à une demande informelle peut être susceptible de recours⁵²⁶. La cour d'appel de Paris ne concevait les recours contre ces décisions que comme des recours en annulation. Ce n'est pas dire qu'elle n'examinait que la légalité de la décision, elle en éprouvait aussi l'opportunité, mais elle ne substituait pas à l'Autorité de marché en réformant la décision⁵²⁷.

⁵²³ Art. 12. Décret préc. Il ne saurait donc prendre la forme de l'envoi d'une lettre recommandée avec accusé de réception, Paris, 19 décembre 2000, banque et droit, mai juin 2001, p. 35, obs. H. de Vauplane et J-J Daigre.

⁵²⁴ Com. 25 janvier 2000, Bull. civ. IV, n°19 ; Bull. Joly Bourse, septembre octobre 2000, p. 439, § 91, note N. Decoopman ; RJDA, 4/2000, n°429. Banque et droit, n°74, novembre décembre 2000, p. 33, obs. H. de Vauplane et J. J Daigre.

⁵²⁵ Art. L. 621-30, Code monétaire et financier et art. 28 Décret préc. ; Paris, Ord. 27 janvier 2003, prononçant le sursis à exécution d'une décision du CMF en raison de l'existence d'une difficulté sérieuse, Rev. CMF, n°56, mars 2003, p. 7. Droit des sociétés, juin 2003, p. 28, n°112, note T. Bonneau ; Paris, ord. 6 décembre 2001 (accueillant la demande) et 16 janvier 2002 (rejetant la demande), Droit des sociétés, mai 2002, p. 29, note T. Bonneau ; cf, Paris, Ord. 24 août 2000, Rev. dr. bancaire et financier, septembre octobre 2000, p. 311 affirmant qu'à peine d'irrecevabilité, la requête aux fins de sursis à exécution doit comporter l'exposé des moyens prévus à l'article 7 du décret n°96-689 du 3 octobre 1996 relatif aux recours exercés devant la Cour d'appel de Paris contre les décisions de CMF.

⁵²⁶ Un courrier de la COB exprimant son refus de donner suite à la demande d'une société est un acte administratif faisant grief, devant être motivé et susceptible de recours : Paris, 25 avril 2000, Banque et droit, n°74, novembre décembre 2000, p. 35, obs. H. de Vauplane et J-J Daigre.

⁵²⁷ Paris, 12 juillet 1989, Bull. Joly, 1989, 829 ; Com. 26 octobre 1993, Bull. civ. IV, n°352 ; D. 1994, 237, note N. Decoopman ; Paris 2 juillet 1999, Petites affiches, 15 octobre 1999, p. 7. Comp. Art. L. 464-8, Code de commerce conférant à la Cour d'appel de Paris le pouvoir d'annuler ou de réformer les décisions du Conseil de la concurrence et Cass. Com. 26 février 2002, JCP, éd. E, 2003, p. 760, note B. Rajot.

Toutefois, dans un arrêt du 26 février 2002, la cour d'appel de Paris saisie d'un recours à l'encontre d'une décision du Conseil des marchés financiers en matière d'offre publique a affirmé dans un *obiter dictum* que « la cour d'appel exerce, dans la limite des attributions conférées au conseil des marchés financiers, un contrôle effectif, en fait et en droit, sur les décisions de cette autorité professionnelle, qu'elle a le pouvoir d'annuler ou de réformer⁵²⁸ ».

En tout état de cause, la juridiction de la cour ne peut s'exercer que dans la limite des compétences relevant de l'Autorité et ne s'aurait s'étendre à des problèmes externes comme l'interprétation d'un contrat ou autres questions relevant du droit privé des contrats et des obligations⁵²⁹. De plus, la Cour d'appel ne peut disposer des pouvoirs de l'autorité que si elle est en mesure de procéder aux contrôles que celle-ci doit effectuer pour rendre sa décision⁵³⁰.

Lorsque le recours est de la compétence du Conseil d'Etat, il est porté selon les modalités du Code de justice administrative. Il n'est précisé que le recours est de pleine juridiction qu'en matière de sanction.

Ainsi, et avec la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, le président de l'AMR a la possibilité d'exercer un recours contre les décisions de condamnation ou de rejet des poursuites, et ce, tant à titre principal qu'à titre incident⁵³¹. On sait que l'affaire EADS a conduit le président de l'Autorité des marchés financiers à réaffirmer sa volonté de bénéficier d'un tel droit qui renforce la place du collège en tant que partie pleine et entière devant la commission des sanctions. Par ailleurs, la juridiction de recours pourra désormais aggraver la sanction prononcée en appel, ce qui met fin à la situation quelque peu déséquilibrée qui prévalait jusqu'à présent dans laquelle la personne concernée, ne courant aucun risque de voir sa sanction aggravée par la juridiction de recours, avait tout à gagner à former un recours.

⁵²⁸ Paris, 26 février 2002, *Rev. CMF*, n°48, mai 2002, p. 21, spéc. p. 32 ; adde dans l'aff. *Schneider-LeGrand*, Paris, 16 septembre 2003, *JCP, E*, 2003, 1711, Dr. sociétés février 2004, note T. Bonneau, *Bull. Joly. Bourse*, novembre-décembre 2003, § 88, p. 749, note F. Bucher « Le recours ouvert devant la Cour de Paris est un recours de pleine juridiction.

⁵²⁹ Paris 7 juillet 1995, *Bull. Joly Bourse*, 1995 p 517, note H. de Vauplane ; Paris 19 mai 1998, *JCP*, 1999, éd E, 1434, obs J J Daigre, *Bull Joly Bourse*, 1998, p. 651, note A. Couret ; Paris 23 octobre 2001, *JCP* 2002, éd. E, 122, note A. Viandier.

⁵³⁰ DE BECHILLON, (D.), MARTIN, (D.), MOLFESSIS, (N.), à propos de l'étendue des pouvoirs de la Cour d'appel de Paris dans le contentieux des décisions prises par l'AMF au sujet de la recevabilité d'une offre publique, *Mélanges AEDBF-France IV*, *Rev. Banque* éd., p. 31, spéc. p. 42.

⁵³¹ Article 621-30 du Code monétaire et financier.

Paragraphe 2 : La sanction pénale.

Lorsque les faits constatés au terme de l'enquête sont susceptibles de recevoir une qualification pénale, l'Autorité des marchés financiers (AMF) et le Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM) ne peuvent pas agir eux-mêmes devant les tribunaux. À l'origine, en France, le parlement avait voté de donner à la Commission des opérations de bourse⁵³² le pouvoir d'initier une procédure pénale mais le Conseil Constitutionnel l'a jugé incompatible avec l'exercice par cette dernière d'un pouvoir propre de sanction financière. En ce qui concerne l'Autorité des marchés financiers, la décision de transmettre le dossier d'enquête au Parquet relève du collège.

Ce pouvoir peut sembler restreint mais en réalité l'Autorité des marchés financiers et le Conseil déontologique des valeurs mobilières exercent un rôle essentiel dans la répression pénale et l'Autorité des marchés financiers y est impliquée d'une manière plus complète que le Conseil déontologique des valeurs mobilières.

A) Le rôle de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et le Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM) dans la définition des infractions pénales.

1- Les délits boursiers.

Les marchés financiers ont été perturbés par la dérégulation des opérations financières parfois imparfaites dans leur mise en œuvre, avec ses offres publiques éparées, ses délits d'initié, ses plus values énormes et la grande instabilité des cours. Tous ces faits remettent en doute la confiance dans l'économie du marché.

Ces conséquences poussent les autorités du marché financier dans le monde à adopter une vision renouvelée des règles de déontologie financière en renforçant certaines dispositions légales concernant le fonctionnement des marchés : leur préoccupation essentielle étant la protection et le respect des intérêts des investisseurs.

⁵³² La COB avait demandé ce pouvoir dès 1968, mais sans succès, Rapport 1968. p. 45.

Le Maroc de son côté ne peut pas rester les bras croisés et faire la sourde oreille devant la nécessité de réformer son marché boursier, les enjeux étant à la fois externes et internes. S'agissant des premiers, ils sont énormes car la bourse de Casablanca ne peut prétendre à un bon positionnement comme marché émergent que si les réglementations claires et précises y sont établies d'une part et que si les comportements de divers acteurs sont conformes aux normes déontologiques internationales d'autre part.

En France, les délits boursiers sont prévus par les articles L. 465-1 et L. 465-2 du code monétaire et financier, qui sont placés dans une section intitulé « *Atteintes à la transparence des marchés* » d'un chapitre consacré aux « *Infractions relatives à la protection des investisseurs* ». La loi du 26 juillet 2005 a unifié le champ d'application des différents délits visés par ces textes et, dans le droit fil de la directive « Abus de marché », a regroupé les délits de fausse information et de manipulation de cours dans le même article L. 465-2. La loi du 26 juillet 2005 n'a cependant pas modifié de manière substantielle le contenu des incriminations.

En effet, L'étude de la répression des infractions financières est particulièrement intéressante en France car c'est le seul pays qui connaisse une double définition des actes illicites en matière boursière, tout à la fois pénale et administrative. Ce double aspect est justifié par le fait que la surveillance du marché dépend à la fois des considérations de pur droit et de motifs qui relèvent de la technique financière.

L'aspect pénal de la répression s'explique par le fait que les infractions boursières ne menacent pas seulement les intérêts individuels⁵³³, mais « *la structure même de l'Etat et, plus largement, celle du marché, car elle met en cause la confiance du public dans le système financier économique et social*⁵³⁴ ». On lui reproche cependant son manque d'efficacité, sa conciliation difficile avec une économie du marché⁵³⁵.

⁵³³ GAVALDA, (CH.), « *Droits et devoirs des initiés dans les sociétés par actions* », *Rev. Sociétés*, 1976, p. 589.

⁵³⁴ *Droit pénal des affaires*, PUF, coll. *Thémis*, 4^{ème} éd. dir. M. Delmas-Marty et G. Giudicelli-Delage, p. 9. En 1926, la pénalisation de la matière est justifiée par le souci de protéger le marché et la libre concurrence : v. C. Ducouloux-Favard, *Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers*, *Mélanges AEDBF-France*, p. 177, 1997.

⁵³⁵ TRUCHE, (P.), « *La recherche et la poursuite des comportements délictueux* », in *Les enjeux de la pénalisation de la vie économique* (dir. M-A. Frison-Roche), Dalloz, coll. *textes et commentaires*, 1997, p. 61 ; FRIED (Ch.), *Libéralisme et droit pénal*, p. 107.

L'aspect administratif quant à lui, confère une efficacité particulière à la répression, il répond « sinon à l'inertie du juge, du moins à un certain manque d'intérêt pour les infractions trop techniques, voire à une indifférence trop souvent liée à un sentiment d'incompétence⁵³⁶ ». En plus des reproches adressés à chacun des aspects de la répression, de nombreuses critiques sont portées contre le principe d'une double incrimination⁵³⁷. En effet, certains faits pouvaient faire l'objet d'une incrimination pénale et administrative avec un risque de cumul de poursuites et de sanctions.

En droit marocain, de par sa position parfaitement stratégique, le Conseil déontologique des valeurs mobilières, va pouvoir détecter pratiquement la source d'un bon nombre de ces infractions boursières, notamment celles définies à l'article 25 et 26 du dahir portant loi n°1.93.212 relative au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne.

En effet, au-delà du délit d'initié (a) sur lequel pivot l'ensemble des réflexions aussi bien doctrinale que jurisprudentielle, et qui devient le terme générique de toutes les infractions pénales relatives à la sécurité des marchés, seront ensuite passés en revue, le délit de communication d'information privilégiée (b), le délit de fausse information (c) pour achever ce panorama avec le délit de manipulation de cours (d).

a- Le délit d'initié.

La presse marocaine l'a traité de multiples reprises à l'occasion de certains «scandales» financiers qu'a connus la place de Casablanca.

À notre connaissance aucune sanction n'a été édictée à l'encontre des auteurs de ces délinquances financières. La presse spécialisée avait même qualifiée, le Conseil

⁵³⁶ MAYAUD, (Y.), « La justice pénale dans le monde des affaires », *Libres propos sur une crise d'autorité, Rev. Justices*, n°1, janvier juin 1995, p. 37.

⁵³⁷ VATEL, (D.), « Aspects judiciaires et juridictionnels du pouvoir de sanction de la COB », *Rev. Sociétés*, 1994. p. 25 ; C. Doucouloux-Favard. *En application de la loi n°89-531 du 2 août 1989, deux sentences pour une seule infraction d'initié, petites affiches*, n°8, 19 janvier, 1994, p. 8 ; R. Ramette, *La réforme de la COB et le cumul de pouvoirs normatifs de sanction et d'investigation*, *Bull. Joly Bourse*, novembre décembre 1995, § 86. p. 43 ; STASIAC, (F.), « Les cumuls de sanctions en droit boursier », *Bull. Joly. Bourse*, mars avril 1997, 181, § 20 ; DE VAUPLANE (H.), et SIMART, (O.), « Délits boursiers, propositions de réformes », *Rev. Dr. bancaire et bourse*, n°61, mai juin 1997, p. 85.

déontologique des valeurs mobilières, qui aurait dû intervenir, « de chien qui aboie mais ne mord pas⁵³⁸ ».

Le délit d'initié, habituellement dénommé ainsi, réside dans le fait de se servir d'informations privilégiées (c'est-à-dire non encore portées à la connaissance du public) sur la situation ou les perspectives d'un émetteur de titres, ou sur les perspectives d'évolution d'un titre, lorsque ces informations ont été recueillis à l'occasion de ces fonctions professionnelles ou au titre de ses activités dans une entreprise cotée (dirigent ou administrateur).

C'est aux Etats-Unis qu'est apparu pour la première fois en 1934⁵³⁹, la répression du comportement d'initié. En France, l'ordonnance du 28 septembre 1967 tout en créant la COB, a organisé la surveillance des opérations des initiés. Mais, il a fallu attendre la loi du 23 décembre 1970 (modifiée en dernier lieu par la loi du 15 novembre 2001⁵⁴⁰) pour que soit pénalement sanctionné l'utilisation abusive par un initié d'une information lui permettant d'anticiper sans risque l'évolution d'un titre coté. Le 13 novembre 1989 fut adoptée par le conseil des communautés, la directive tendant à ériger les opérations d'initié dans toute la Communauté européenne.

Pis, le domaine de l'incrimination en France a été assez largement étendu depuis 1970. L'évolution la plus récente de la législation est l'introduction par la loi de modernisation des activités financières du 2 Juillet 1996, d'un article 10-4 dans l'ordonnance de 1967 prévoyant expressément la responsabilité pénale des personnes morales, pour le délit d'initié notamment.

Les enjeux sont également importants, car seules des structures des marchés transparentes et sécurisantes sont susceptibles de favoriser le développement du capital à action comme instrument de placement et de financement pour les sociétés et de contribution au développement de l'économie.

⁵³⁸ FOULANI Hannaâ, *L'Economiste du vendredi 12 janvier 2001*, p. 17.

⁵³⁹ Art. 16 de la loi fédérale, *Securities Exchange Act de 1934 puis Rule 10b-5 de la Securities Exchange Commission. L'origine de cette incrimination aux Etats Unies due à un journaliste, à Wall Street Journal, média important qui s'intéresse à la place financière de New York, nommé Foster Winans a dévoilé, avant que le journal ne sorte, le contenu de sa rubrique « Heard on the street » à un de ses amis courtiers en Bourse. Résultat : Le courtier a acheté aussitôt les actions des entreprises citées par Winans. La SEC (Security and Exchange Commission) les a démasqués tous les deux et les a sanctionnés pour délit d'initié.*

⁵⁴⁰ Loi n°2001-1062 du 15 novembre 2001, art. 33 VIII.

Dans ce sens, nous examinerons successivement les conditions constitutives du délit d'initié et les personnes punissables à ce délit.

a 1) Les conditions constitutives du délit d'initié.

L'interdiction de l'utilisation d'information privilégiée au Maroc résulte de l'article 25 du dahir du 21 sep 1993 portant loi n°1. 93. 212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières (modifié et complété par la loi 23-01) qui dispose : « *toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions, d'informations privilégiées et qui les aura utilisées pour réaliser ou permettre sciemment de réaliser sur le marché soit directement soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations, sera punie.....* ».

Le texte précise aussi ce qu'il faut entendre par « *information privilégiée* ». Il s'agit de « *toute information, relative à la marche technique, commerciale ou financière d'un émetteur ou aux perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, encore inconnue du public et susceptible d'affecter la décision d'un investisseur*⁵⁴¹ ».

Jusqu'au là, le délit d'initié ne répond à aucune définition précise, car, il n'a pas été décrit avec rigueur par le législateur. Sa répression apparaît difficile car mal comprise des milieux des affaires. D'ailleurs, l'absence de condamnations en ce domaine confère moins d'éclat à certains scandales longuement diffusés par la presse marocaine.

Ce n'est qu'en 1997, qu'une circulaire du Conseil déontologique des valeurs mobilières, vient pour expliciter au mieux la définition et les contours de cette délinquance financière⁵⁴² »

De cet article découle un certain nombre d'éléments tant matériels qu'intentionnels caractérisant l'infraction et qu'il convient d'analyser à tour de rôle.

Pour que le délit d'utilisation d'informations privilégiées sur le marché boursier soit retenu, il faut que les opérateurs aient détenu des informations privilégiées.

⁵⁴¹ Article 25, 2^{ème} alinéa du dahir portant loi n°1.93.212 cité ci-dessus.

⁵⁴² Circulaire n°06/97 (17 mars 1997) du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Une information privilégiée est d'abord une information, c'est-à-dire la connaissance d'un événement, d'un fait.

Cette connaissance du fait doit provenir « de l'extérieur ». Autrement dit, seul ce qui relève du renseignement (connaissance par voie externe) peut être appréhendé et non ce qui relève du savoir (connaissance interne)⁵⁴³. Ainsi, par exemple, des estimations financières élaborées à partir de données publiques n'ont-elles pas le caractère d'information⁵⁴⁴.

En droit marocain, nous entendons par information privilégiée « toute information relative à la marche technique, commerciale ou financière d'un émetteur ou aux perspectives d'évolution d'une valeur mobilière encore inconnu du public et susceptible d'affecter la décision d'un investisseur⁵⁴⁵ ».

En ce qui concerne les caractéristiques de l'information, la cour de cassation française a précisé le contenu de la notion d'information privilégiée en jugeant dans un arrêt remarqué de 26 juin 1995 (affaire La Ruche Méridionale)⁵⁴⁶, que des informations sont privilégiées à la condition qu'elles soient « *précises, confidentielles, de nature à influencer sur le cours de la valeur et déterminantes des opérations réalisées* » et que « *le caractère privilégié des informations ... ne saurait résulter de l'analyse que peut en faire celui qui les reçoit et les utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu* ». L'exigence de précision de l'information ne signifie pas cependant que celle-ci doit être certaine.

⁵⁴³ V. sur ce point les obs. de J. Boré sous Crim. 26 juin 1995, Bull Joly Bourse, juillet août 1999, 285: « *sinon les gens incompetents et les imbéciles seront les seuls à échapper du délit d'initié* ». Pour une illustration singulière aux Etats-Unis, aff. Chiarella, United States Court of Appeals, 18 mai 1980 rapportée par V. Chouleur et S. Litou, « *Outsider trading, analyste et journaliste financier en France, Etats-Unis, Canada* », Petites Affiches, 18 novembre 1994, n°138, p. 9 : employé dans l'imprimerie, Chiarella avait réussi à deviner l'identité des sociétés visées par des OPA à partir des informations codées figurant dans les documents des offres d'achat qu'il composait ; le délit n'a pas été caractérisé à son encontre. La distinction est particulièrement délicate pour les journalistes et analystes financiers pour lesquels il est malaisé de distinguer ce qui relève du renseignement et ce qui relève d'une interprétation savante de données publiques (Paris, 6 juillet 1994, aff. Péchiney, Bull. Joly Bourse, 1994, 583, § 116, note M. Jeantin ; VERON (M.), « *Le délit d'initié, les contours de l'infraction* », Droit et patrimoine, fév. 1996. p. 54.

⁵⁴⁴ Crim. 26 juin 1995, aff. Bue -Ruche méridionale, Bull. Joly Bourse, juillet août 1995, p. 285, § 53, note P. Le Cannu ; petites affiches, 26 juillet 1995, p. 44, note C. Ducouloux-Favard.

⁵⁴⁵ Article 25 du dahir du 21 septembre 1993.

⁵⁴⁶ Cass. crim., 26 juin 1995: Bull. crim. n°233; Bull. Joly Bourse, 1995, p. 285, §53, note, P. Le Cannu.

Le caractère de précision est un élément constitutif de la définition de l'information en ce qu'il permet de distinguer l'information de la rumeur⁵⁴⁷. La cour de cassation a explicité le degré de précision en affirmant que les renseignements doivent être « suffisamment précis pour être immédiatement exploités sur le marché⁵⁴⁸ ».

Une même information offre-t-elle le même degré de précision quel que soit son destinataire ? La question mérite d'être posée car l'on sait qu'il est des renseignements qu'un professionnel du marché sera à même d'exploiter immédiatement, mais dont un profane ne pourra tirer aucun profit. Cette considération a amené la Cour d'appel de Paris à décider que la précision des renseignements pouvait résulter de la particulière connaissance du bénéficiaire desdites informations⁵⁴⁹. La Cour de cassation a cassé l'arrêt en affirmant que le caractère privilégié de l'information doit s'apprécier de manière objective et en fonction de son seul contenu⁵⁵⁰.

Au Maroc, il semble que le législateur se soit inspiré de la jurisprudence française pour fixer les conditions d'informations privilégiées.

En effet, au terme de l'article 1 de la circulaire n°01-05 du Conseil déontologique des valeurs mobilières du 18 avril 2005⁵⁵¹ l'information privilégiée « doit porter sur des éléments précis, comme elle doit être importante ». Ces circulaires donnent une liste indicative des informations pouvant être considérées comme importantes par exemple : réduction de dividende, une décision affectant la structure de la société telle une fusion, une scission, une décision affectant la structure du capital comme une augmentation ou une réduction de capital.

⁵⁴⁷ Paris, 30 mars 1977, JCP, 1978, II, 18789 note, A. Tunc. *A propos de bruits alarmants concernant des difficultés d'échéance et des échecs commerciaux.*

⁵⁴⁸ Crim. 26 octobre 1995.

⁵⁴⁹ VIANDIER, (A.) et CAUSSIN, (J-J.), Paris 15 mars 1993, RJDA, mai 1993, n°407, obs. Ph. Rinciaux, p. 321 ; JCP, E, 1993, I, 250.

⁵⁵⁰ Crim. 26 octobre 1995, préc.

⁵⁵¹ Article 1 de la circulaire n°01-05 du Conseil déontologique des valeurs mobilières du 18 avril 2005 stipule :

« Est considérée comme information privilégiée :

- Un projet de cession stratégique d'une partie de l'actif
- Une distribution de dividende exceptionnel
- Un projet de recomposition du capital
- Un projet d'offre publique sur le marché
- Des résultats exceptionnels, par rapport à l'historique ou au consensus de place. »

L'information privilégiée perd son caractère lorsqu'elle n'est plus confidentielle, à savoir une fois qu'elle a été rendue publique par sa diffusion, qui ne doit pas s'entendre nécessairement semble-t-il d'une publication selon les formalités légales gouvernant l'information des actionnaires (l'information pourrait ainsi perdre son caractère confidentiel en raison de sa divulgation par d'autres sources d'information et notamment par sa diffusion sur des sites Internet)⁵⁵².

Pour que la réalisation de l'infraction puisse tomber sous le coup de la législation relative au délit d'initié, elle doit être consécutive à une information privilégiée que détient l'initié. Ainsi, étant dans le secret des affaires de par ses fonctions, l'initié est amené à connaître avant le public des informations qui ont des incidences sur le cours des valeurs mobilières. Devant ce dilemme, l'initié a une alternative, qui découle du principe « s'abstenir ou informer » : soit il s'abstient d'effectuer tout acte durant la période de réserve, soit il révèle l'information au public⁵⁵³.

Il doit donc s'abstenir de réaliser une ou plusieurs opérations en bourse : la transmission d'un seul ordre en bourse de sa part est suffisante pour constituer le délit. Or, ici, se pose le problème de la détermination de la période durant laquelle la réalisation de l'opération tombe sous le coup de la loi pénale.

À l'évidence, le moment de l'opération se situe avant la révélation officielle de l'information au public, et après l'acquisition de cette information par l'initié. Pourtant, l'exécution d'un ordre en bourse peut parfois se prolonger dans le temps (notamment lorsque le cours de la valeur n'atteint pas le cours fixé par le donneur d'ordre), et donc la survenance de l'information privilégiée peut s'intercaler entre la transmission de l'ordre et son exécution⁵⁵⁴.

La question qui se pose donc est de savoir quel sera l'élément déterminant qui conditionnera la nature de l'infraction ? Le délit d'initié étant une infraction instantanée, la logique voudrait que la réalisation de l'infraction corresponde à l'ordre d'achat ou de vente,

⁵⁵² V. sur ce point : « *Le rapprochement entre Carrefour et Promodès n'a suscité aucun délit d'initié* », *Le monde du 8 janvier 2005, commentant une ordonnance de non-lieu général rendue le 22 décembre 2004 au terme de l'instruction pour délit d'initié ouverte à la suite des opérations réalisées par certaines personnes avant l'annonce, fin août 1999, de la fusion entre les sociétés Carrefour et Promodès.*

⁵⁵³ VERON, (M.), « *Droit pénal des affaires, Armond Colin, 3^{ème} éd. 1999, p.222.*

⁵⁵⁴ Paris, 30 mars 1977, JCP, 1978, II, 18789, 1^{ère} espèce, note A. Tunc.

car c'est à cette date que l'on se placera pour vérifier l'antériorité ou non de l'opération par rapport à la divulgation de l'information dans le public. Les juges français ont également vu dans l'ordre boursier l'élément déterminant du délit boursier, bien qu'il leur est souvent difficile de rapporter la preuve de l'antériorité de la connaissance de l'information.

Contrairement à cette situation, on peut présenter un cas selon lequel l'initié (qui ne l'est pas encore, en fait) prend connaissance d'une information privilégiée après avoir transmis un ordre en bourse, et avant l'exécution de ce dernier. Doit-il alors révoquer dès qu'il a connaissance de l'information, l'ordre antérieurement donné ? Ce cas reste en réalité assez théorique, mais on peut y répondre, en s'alignant sur la doctrine pénale traditionnelle, qu'il n'est pas possible d'assimiler le délit de « commission par omission » au délit de « commission par action ».

L'élément matériel est donc un élément indispensable pour la réalisation du délit d'initié. Quant à l'élément moral de l'infraction, la principale interrogation est de savoir si une simple imprudence suffit ou s'il faut au contraire un dol général ou même spécial. Les juges français ont opté pour une voie médiane, et se sont appuyés sur l'absence d'utilisation par la loi du terme « sciemment » ou de « mauvaise foi » pour affirmer que l'élément intentionnel est suffisamment établi dès lors que l'initié savait qu'il était en possession d'une information privilégiée⁵⁵⁵.

⁵⁵⁵ *CA Douai, 28 mai 1991 : Bull Joly Sociétés, 1991, p, 1120, § 389, note P. Le cannu. Un jugement du tribunal correctionnel de Paris du 26 mars 2006 (Dr. Sociétés, 2006, n°79, note R. Salomon) a considéré que le délit d'initié était établi à l'encontre du président du conseil de surveillance d'une société et l'a condamné à payer une amende délictuelle de 100 000 euros, en précisant que la sanction pécuniaire prononcée par la COB s'imputerait sur la peine d'amende. Le tribunal a caractérisé l'élément intentionnel du délit en soulignant que les instructions données à sa banque par le prévenu « ne laisse aucun doute quant à la volonté d'acquisition des titres du prévenu, qui se situe pendant la période au cours de laquelle ont lieu les discussions stratégiques au sein du Self Trade ». Le tribunal a relevé que les ordres ont été passés, à la demande du prévenu, « au mieux soignant en fonction du marché », de manière à ce qu'ils ne provoquent pas un mouvement anormal de cours susceptible d'éveiller les soupçons des autorités boursières. En l'espèce, le prévenu, président du conseil de surveillance de la société qui allait faire l'objet d'une offre publique d'échange savait qu'il était interdit d'effectuer des opérations sur le titre pendant les négociations en cours.*

a 2) Les personnes visées.

Aux termes de l'article 25 du dahir du 21 septembre 1993 « toute personne disposant, dans l'exercice de sa profession d'information privilégiée.... . ». Cet article emploie le terme général « toute personne », ce qui signale que la situation des personnes visées n'est pas claire. Et ce n'est qu'avec la circulaire n°01-05 du Conseil déontologique des valeurs mobilières du 18 avril 2005 que la notion des personnes visées semble être clarifiée.

En effet, cette circulaire distingue deux catégories de personnes initiées : les initiés primaires et les initiés secondaires.

Les initiés primaires : ce sont des personnes qui sont soit à l'origine de l'information, soit ont accès en permanence à l'information.

Ce sont aux termes de l'article 3 de la circulaire, les membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de la société émettrice, les dirigeants ou les membres du directoire de la société émettrice.

Les initiés secondaires : ce sont les personnes physiques ou morales qui peuvent avoir accès occasionnellement à des informations sur la situation ou les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière. Il peut en être ainsi du personnel non dirigeant de la société émettrice ou de ses filiales et ce, quel que soit l'emploi ou les fonctions qu'il occupe, pourvu qu'il ait pu prendre connaissance de l'information privilégiée.

Il en est également des avocats, des experts comptables, des banquiers⁵⁵⁶, des représentants des sociétés de bourse, des auditeurs ou de tous autres conseils ainsi que de tout intérimaire qui peut à l'occasion de son activité surprendre une information privilégiée.

Dans ces différents cas, on peut considérer que pèse sur ces personnes une obligation de loyauté d'origine contractuelle ou d'ordre déontologique qui interdit l'exploitation dans un intérêt personnel d'informations obtenues dans le cadre professionnel⁵⁵⁷. L'obtention de

⁵⁵⁶ T. corr. Paris, 15 octobre 1976.

⁵⁵⁷ DOULCOULOUX-FAVARD, (C), « Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers », art.préc. , qui parle de sanction de la trahison de ceux que leur mission professionnelle met dans le secret des affaires.

l'information peut résulter de l'accès à certains documents ou « d'un fait matériel fortuit ou encore d'une confiance » dès l'instant où elle est intervenue à l'occasion de l'exercice d'une profession⁵⁵⁸. Encore faut-il rapporter la preuve de la connaissance par ces personnes de l'information privilégiée⁵⁵⁹. En matière pénale, le juge peut former son intime conviction à partir de différents indices. Le tribunal correctionnel de Paris, le 15 octobre 1976, utilisait une démarche qui sera souvent empruntée par la suite et qui consiste à induire la connaissance de l'information par l'initié, « à la fois, de la nature de ses fonctions et des conditions dans lesquelles il a effectué les opérations ».

Pour les personnes dont l'information n'a pas été détenue par voie professionnelle, mais par voie de confiance ou par hasard, la cour de cassation française a créé à cette fin le recel de délit d'initié.

Ainsi, dans un arrêt de la chambre criminelle de la cour de cassation du 26 octobre 1995⁵⁶⁰ rendu dans l'affaire Péchiney, elle a jugé que se rend coupable de recel de délit d'initié celui qui, « réalisant en connaissance de cause des opérations sur le marché avant que ces informations soient connues du public, bénéficie du produit du délit d'initié ainsi consommé⁵⁶¹ ». Le recel consiste dans le fait non pas de détenir une information privilégiée mais de l'exploiter.

Concernant la troisième catégorie de personnes punissables il s'agit des personnes agissant comme prête-nom de l'initié, qui peuvent être condamnées pour complicité de délit d'initié⁵⁶². Ainsi en sera-t-il de la personne interposée dès lors qu'elle aura conscience de permettre à l'initié d'exploiter une information privilégiée.

⁵⁵⁸ T. corr. Paris, 15 octobre 1976, préc.

⁵⁵⁹ T. corr. Paris, 13 mai 1986, aff. Thomson, Gaz. Pal., 1986, 2, 459, note J-P Marchi, et Paris 11 février 1987, aff. Thomson, Rapport annuel COB, 1996.

⁵⁶⁰ Cass. Crim., 26 octobre 1995, RJDA, 1995, n°857, Les petites affiches, 24 novembre 1995, p. 22, note C. Ducouloux-Favard, Bull. Joly Bourse et produits financiers, mars-avril 1996, p. 120, note N. Rontchevsky.

⁵⁶¹ Art. 321-1 alinéa 2, Code pénal : « Constitue également un recel le fait, en connaissance de cause, de bénéficier par tout moyen, du produit d'un crime ou d'un délit ». Sur le recel de délit d'initié, v. J-C. Marin, Le recel de délit d'initié, in « Le droit du délit d'initié en Europe », Association d'économie financière, 1994, p. 141.

⁵⁶² Art. 121-7, alinéa 1 du Code pénal : « Est complice d'un crime ou d'un délit la personne qui sciemment, par aide ou assistance, en a facilité la préparation ou la consommation. Pour l'application de ce texte en la matière, v. J. Mestre et Ch. Blanchard-Sebastien, Lamy sociétés commerciales, 2001, n°4020 ; C. Doucouloux-Favard et N. Rontchevsky, « Infractions financière », Dictionnaire Joly Bourse, n°98.

b) Le délit de communication d'informations privilégiées.

En France, depuis la loi de 23 décembre 1970, le législateur a créé de nouvelles infractions d'initié. Le délit de communication d'informations privilégiées, instauré par la loi n°89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, est prévu aujourd'hui par l'article L. 465-1 alinéa 2 du code monétaire et financier qui dispose que « est puni d'un an d'emprisonnement et de 150 000 euros d'amende, le fait, pour toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de la communiquer à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions. »

La différence avec le délit d'initié est double. Il tient d'abord à l'absence d'opérations réalisées par le tiers informé. Il tient ensuite à l'absence d'élément intentionnel. En dépit des nouveaux principes du code pénal qui ont faits disparaître les délits matériels il semble bien que l'on soit en présence d'un délit matériel, compris comme la forme boursière de la violation du secret professionnel⁵⁶³, permettant de sanctionner la simple négligence ou l'imprudence, « la légèreté »⁵⁶⁴. Il est l'exemple type des anciens délits matériels pour lesquels la preuve de la conscience libre et éclairée suffisait à établir l'élément moral. La légèreté de la sanction encourue par rapport à la sanction du délit d'initié conforte cette analyse.

La recherche d'un élément intentionnel disqualifierait le comportement en délit d'initié : dès lors que pourrait être prouvée la conscience de divulguer une information privilégiée.

Par ailleurs, demeure hors du champ de l'incrimination, la communication de l'information privilégiée dans le cadre normal de la profession ou de la fonction.

⁵⁶³ DUCOULOUX-FAVARD et RONTCHEVSKY, art.préc. n°156.

⁵⁶⁴ Ce qui a conduit certains auteurs à qualifier ce délit de délit de « dîner en ville », R. Bourguin, avis de la Commission des finances n°339, 1989, p. 54 ; VIANDIER (A.), Sécurité et transparence du marché financier, JCP, 1989, éd. E. II, 15612, n°43 et s.

La loi n°2001-1062 du 15 novembre 2001 relative à la sécurité quotidienne a ensuite élargi le champ d'application des sanctions pénales en matière d'opérations d'initiés en insérant un troisième alinéa dans l'article L. 465-1 du code monétaire et financier.

Ce texte incrimine le fait, pour toute personne, possédant en connaissance de cause des informations privilégiées, que celles-ci aient été recueillies ou non dans le cadre de sa profession, de réaliser ou de permettre de réaliser, directement ou indirectement, une opération ou de communiquer à un tiers ces informations avant que le public en ait connaissance. L'innovation réside dans la qualité de l'auteur de l'infraction qui est toute personne possédant une information privilégiée, alors même qu'elle n'est ni initiée directe, ni initiée indirecte. On peut parler ici d'initié tertiaire ou de « tuyauté ».

En effet, l'utilisation d'information privilégiée n'est pas seulement une infraction pénale. Elle est aussi un manquement administratif, sanctionné par l'Autorité des marchés financiers. Lorsque la Commission des opérations de bourse se vit reconnaître, par la loi n°89-531 du 2 août 1989, un pouvoir de sanction, elle prit un certain nombre de règlements destinés à améliorer l'effectivité de sa mission, dont un, consacré aux opérations d'initié.

L'objectif était de pallier les lacunes de l'incrimination pénale et notamment celles qui résultaient de l'incertitude qui affectait à l'époque la définition des éléments constitutifs du délit. Pour ce faire, la Commission des opérations de bourse prit en compte la jurisprudence venue préciser les éléments constitutifs du délit d'initié et s'inspira de la directive européenne du 13 novembre 1989 et des travaux de la Commission de déontologie boursière présidée par M. Pfeiffer. En résulta le règlement n°90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée⁵⁶⁵ qui consacre à la charge des initiés, une obligation d'abstention. La définition du manquement d'initié ainsi posé a largement influencé la définition du délit d'initié et par touches successives, le législateur et les tribunaux répressifs⁵⁶⁶ ont rapproché le domaine du

⁵⁶⁵ Arrêté du 17 juillet 1990, JO, 20 juillet 1990.

⁵⁶⁶ Ainsi, dès 1990, la COB considérait-elle que les opérations hors marché entraient dans le champ d'application du manquement d'initié (rapport COB, 1990, p. 97), interprétation confirmée par la Cour de cassation dans l'affaire Bergé (Com. 18 juin 1996, D. affaires, 1996, n° 31, chr. 994, Banque et droit, n°49, septembre octobre 1996, obs. H. de Vauplane ; JCP, 1996, éd. G, II, 22709, note H. Hovasse ; Bull Joly Bourse, janvier février 1997, p. 20 ?§4. Cette solution a été consacrée par la loi n°96-597 du 2 juillet 1996 en matière de délit d'initié modifiant l'article 10-1 de l'Ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967. Sur les hésitations pour les délits commis avant l'entrée en vigueur de la loi du 2 juillet 1996, TGI Strasbourg, 20 avril 1999, et TGI Paris, 22 Septembre 2000 évoqués par la COB, rapport annuel 2000, p. 108 ; la loi du 15 novembre 2001 a de plus, aligné l'énumération des personnes punissables au titre du délit sur celle des personnes punissables au titre du manquement.

délict de celui du manquement d'initié. Aussi, la différence qui pouvait exister en 1990 entre les domaines des deux infractions tendait à disparaître. Les éléments constitutifs de l'infraction, qu'il s'agisse de l'information privilégiée, des opérations ou des pratiques appréhendées, étaient définis de manière similaire.

c) Le délit de diffusion de fausse information.

Au Maroc, de la même manière que le délit précédent, le législateur désire également réprimer les personnes qui faussent le jeu normal du fonctionnement des marchés financiers par des actes illégaux, notamment en édictant des informations fausses ou trompeuses⁵⁶⁷.

Au préalable, il est souhaitable de signaler que ce délit entretient des liens privilégiés avec le délit de manipulation de cours. Le premier se situe en quelque sorte en amont par rapport au second, par conséquent, il n'est pas autonome.

C'est cette logique qui ressort des dispositions des textes cités dessus. En effet, c'est bien par l'entremise de la diffusion de fausses informations qu'il y aura, la plupart du temps, une manipulation des cours⁵⁶⁸.

Ce n'est qu'en mars 1997, que le délit d'informations fausses ou trompeuses, a été beaucoup plus explicité grâce à une intervention du Conseil déontologique des valeurs mobilières. En effet, la circulaire du gardien de l'orthodoxie des règles boursières, tout en rappelant l'interdiction de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, elle définit ces deux notions ainsi que les personnes auxquelles elle s'applique et les précautions que celle-ci doivent prendre. Elle rappelle également les sanctions qui leur sont applicables.

Dès 1995, la COB avait précisé que l'information devait s'apprécier objectivement en fonction de son seul contenu (Bull. COB n°294, septembre 1995, p. 41); La chambre criminelle de la cour de cassation a adopté la même solution en matière de délit d'initié dans l'affaire BUE-RUCHE Méridionale (crim, 26 juin 1995, préc). La cour d'appel de Paris avait considéré que la certitude de l'information n'avait pas à être prouvée en matière de manquement d'initié (Paris 12 janvier 1994 préc. interprétation confirmée par la suite par la chambre commerciale de la Cour de cassation dans l'affaire Haddad, Com. 5 octobre 1999). La chambre criminelle de la Cour de cassation a implicitement consacré cette interprétation dans l'affaire BUE-RUCHE méridionale. Il est arrivé aussi que la jurisprudence pénale influence la jurisprudence commerciale, ainsi, est-ce la chambre criminelle de la Cour de cassation qui a requis la première la preuve du caractère déterminant de l'information (crim. 26 juin 1995), repris par la chambre commerciale dans l'affaire Haddad préc. , (Com. 9 avril 1996) avant d'être abandonné.

⁵⁶⁷ Ce délit est institué par l'article 26 du dahir portant loi n°1.93.212 relatifs au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne.

⁵⁶⁸ Il ressort de l'article 26 cité- ci-dessus que « La diffusion des informations fausses ou trompeuses doit être de nature à agir sur les cours ».

Le champ d'incrimination de ce délit est plus large que celui relatif à l'information privilégiée, puisque la loi vise « toute personne », aussi, là encore, c'est la diffusion de l'information qui est punissable et non sa rétention⁵⁶⁹.

En France, ce délit a été introduit par la loi du 23 décembre 1970 en même temps que le délit d'initie, il est prévu à l'article L. 465-1 alinéa 3 du code monétaire et financier qui dispose que « *Est puni des peines prévues au premier alinéa le fait pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours* ».

a 1) L'élément matériel.

L'élément matériel quant à lui, réside dans la diffusion dans le public, par n'importe quel moyen, d'informations fausses ou trompeuses. L'information fausse ou trompeuse doit porter sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé.

Les procédés de l'information sont multiples. L'emploi de l'expression « *des voies et des moyens quelconques* » est symptomatique. Il peut s'agir notamment de la presse écrite, radio diffusée ou télévisée, de la distribution de brochures ou de tout autre document similaires, ainsi que de tout support électronique de diffusion.

De ce qui précède, l'on constate que le délit suppose des informations, c'est-à-dire des renseignements suffisamment individualisés, et présentant un minimum de précision.

De plus, cette information doit être fausse, c'est à dire inexacte ou trompeuse, autrement dit dolosive⁵⁷⁰ ce qui doit permettre d'incriminer la diffusion d'informations qui,

⁵⁶⁹ DE VAUPLANE Hubert, BORNET Jean-pierre, *ouvr.cité*, p. 876 et 877.

sans être exactes, sont présentées de telle manière qu'elles sont susceptibles d'induire en erreur leur destinataire. L'expression « information fausse » doit se comprendre comme toute information mensongère ou inexacte, telle la diffusion d'une augmentation erronée du chiffre d'affaires d'une société émettrice ou d'informations fallacieuses dans le but de provoquer une hausse des cours des titres de la société et accorder ainsi les meilleures chances à une émission d'actions en numéraire⁵⁷¹.

Quant à « *l'information trompeuse* », elle signifie, toute information dolosive, c'est-à-dire toute information qui, sans être fausse est présenté de manière pernicieuse en vue d'induire l'utilisateur en erreur. Il en est ainsi d'une représentation graphique trompeuse sur l'évolution des résultats d'une société, de même, une omission d'information ou la divulgation d'une information incomplète peut porter atteinte à la bonne information du public et constituer, de ce fait, une information trompeuse⁵⁷².

Le texte exige aussi que l'information en cause soit « de nature à agir sur les cours », mais cette expression fort large n'exige pas un résultat tangible, dès lors que celui-ci était possible⁵⁷³. Comme le soulignent des auteurs, le délit « *est donc une infraction formelle, dont le résultat ne fait pas partie de ses éléments constitutifs*⁵⁷⁴ ». Ainsi, il importe peu que l'effet recherché par l'auteur de la fausse information ne se soit pas produit⁵⁷⁵. À titre d'illustration, il a été jugé que des informations présentant la société visée comme « *une société à risque* », étaient de nature à agir sur les cours⁵⁷⁶.

À cet égard, des décisions récentes de la jurisprudence française ont ouvert de nouvelles perspectives. L'arrêt très remarqué, est remarquablement motivé, qui a été rendu par la cour d'appel de Paris le 30 juin 2006⁵⁷⁷ dans l'affaire LVMH/Morgan Stanley a souligné que la diffusion de fausses informations financières pourrait aussi être reprochée à ceux qui, tels les analystes financiers, ont pour profession de diffuser des informations et des

⁵⁷⁰ JEANDIDIER, (W.), *op.cit.*, n°130 ; SALOMAN, (R.), « *Le risque boursier : délits et manquements d'initié, de manipulation de cours et de fausse information* ». JCPE, 2006, Cahiers de droit de l'entreprise n°1, janvier février. 2006, p. 56, spéc. I, A, 3°, p. 59.

⁵⁷¹ Article 2, alinéa 1 de la même circulaire

⁵⁷² Article 2, alinéa 2 de la même circulaire.

⁵⁷³ SALOMAN (R.), *art.préc.*, I, A, 3°, p. 59.

⁵⁷⁴ ROBERT (J-H.) et MATSOPOULOU (H.), n°284.

⁵⁷⁵ C. A Paris, 1^{er} février 2000, Sté Marie Brizard et Roger International : Juri-Data, n°2000-104644.

⁵⁷⁶ T. corr Paris, 9 janv. 2004, affaire belvédère : Bull Joly Bourse, 2004, p. 255, § 59, note CI Ducouloux-Favard.

⁵⁷⁷ Affaire Morgan Stanley, Banque et droit, 2006, n°108, p. 34, obs. H de Vauplane.

opinions concernant les sociétés cotées. À propos de l'activité des analystes financiers, la cour a relevé : « *l'application de principes de rigueur, d'objectivité, d'impartialité et de prudence aux faits soumis n'est pas discutée par les parties, ni la liberté d'opinion..... les parties reconnaissent, en outre, que l'analyste financier doit pouvoir justifier du sérieux de ses sources, s'abstenir de diffuser des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur d'instruments financiers ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier* ».

Cette solution a assurément vocation à être appliquée à tous les professionnels, et notamment aux journalistes qui diffusent des informations significatives concernant une société cotée⁵⁷⁸. Les principes de rigueur, d'objectivité et de prudence, le sérieux des sources concernent à l'évidence aussi d'autres professionnels et notamment les journalistes⁵⁷⁹. Il faut ajouter que la liberté d'expression des journalistes n'est pas en jeu lorsque ce n'est pas une opinion qui leur est reprochée mais la diffusion sans vérification préalable d'une information présentée comme objective mais qui est en réalité fausse ou trompeuse⁵⁸⁰.

a 2) L'élément moral

Le délit de fausse information comporte un élément moral ou intentionnel. À cet égard, le délit a toujours été une infraction intentionnelle. À l'origine, avant la loi n°88-70 du 22 janvier 1988, le texte prévoyant l'infraction (Ordonnance n°67-833, 28 sep. 1967, art. 10-1, al. 3) exigeait même un dol spécial, dans la mesure où la diffusion de l'information devait être faite « *afin d'agir sur le cours des titres* ». Cette rédaction avait pour conséquence de rendre plus difficile la preuve de l'infraction et la tâche des juridictions en la matière.

Cependant, l'infraction peut être retenue désormais dès lors que la personne a agi sciemment, c'est-à-dire en pleine connaissance du caractère faux ou trompeur des informations qu'elle a répandues. Il faut noter à ce propos que si les codificateurs du code

⁵⁷⁸ *RONTCHEVSKY, (N.)*, « *Liberté d'expression et délits boursiers* », *Bull. Joly Bourse*, 2001, p. 211, § 42, *spéc. II, A, n°27-30*.

⁵⁷⁹ *CA Paris*, 14 déc. 2005, 11 ch., Sect. A : *JCP E*, 2006, p. 1809 note *A Viandier. RTD fin.*, n°2, 2006, p. 136, *obs. N. Rontchevsky, jugeant qu'un journaliste commet une faute qui engage sa responsabilité civile délictuelle en application de l'article 1382 du Code Civil en diffusant une information économique significative concernant une société cotée sans procéder à la moindre vérification préalable qui l'aurait conduit à savoir qu'elle était fausse.*

⁵⁸⁰ *CA Paris*, 14 déc. 2005, *préc.*, et les commentaires.

monétaire et financier ont supprimé du texte le terme « sciemment » qui y figurait auparavant, cette suppression n'enlève pas à l'infraction son caractère intentionnel en vertu du principe général énoncé à l'article 121-3 du Code Pénal selon lequel « *il n'a pas point de crime ou de délit sans intention de le commettre* ». Il convient donc d'établir l'intention coupable de la personne poursuivie.

L'élément moral consiste que l'information trompeuse doit avoir été sciemment diffusée dans le public.

Quel que soit le mobile de cette diffusion, il n'est pas nécessaire que l'individu ait voulu influencer sur les cours, il suffit qu'il ait en conscience de cette répercussion possible. Le sens du texte semble punir que l'imprudence consciente de celui qui est derrière un tel risque.

Dans cette hypothèse, une simple opinion ou rumeur ne devait pas être considérée comme une information. Son caractère faux ou trompeur étant nécessaire.

d) Le délit de manipulation de cours et entrave au libre établissement des cours.

Le délit de manipulation de cours est défini à l'article 465-2 du code monétaire et financier qui dispose que « *est puni des peines prévues au premier alinéa de l'article L.465-1 le fait pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché d'instruments financiers en induisant autrui en erreur.* »

Conçu pour lutter contre la spéculation illicite, il fut d'abord intégré l'article 419-2° du Code pénal⁵⁸¹ qui sanctionnait déjà la manipulation des prix des denrées, marchandises, et effets publics. Puis, l'ordonnance du 1^{er} décembre 1986 relative à la liberté des prix et de la concurrence ayant abrogé l'article 419 2°, le délit était rétabli par la loi du 22 janvier 1988 qui l'inséra à l'article 10-3 de l'ordonnance du 28 septembre 1967. Destiné comme le délit de

⁵⁸¹ Par la loi du 3 décembre 1926 ; sur l'histoire du délit de manipulation des cours est une approche comparative de l'infraction, v. H. de Vauplane et O. Simart, *La notion de manipulation de cours et son fondement en France et aux U.S.A.*, Rev. Droit bancaire et bourse, n°56, juillet août, 1996. p. 158 ; ADDE GUYON Yves, « *Aspects juridiques de la manipulation des cours* », Rapport moral sur l'argent dans le monde, 1995, p. 87.

fausse information, à protéger le fonctionnement du marché, le délit peut être caractérisé à l'égard de toute personne.

a 1) L'élément matériel.

L'élément matériel consiste dans l'exercice ou la tentative d'exercice d'une manœuvre susceptible d'entraver le fonctionnement régulier du marché et d'induire autrui en erreur.

Il faut tout d'abord une manœuvre c'est à dire plus qu'un mensonge : des moyens, des agissements, quelque chose d'organisé. Par ailleurs, cette manœuvre doit être de nature à entraver le fonctionnement d'un marché d'instruments financiers.

Enfin, cette manœuvre doit être susceptible d'induire une autre personne en erreur.

b 2) L'élément moral.

La suppression de l'adverbe « *sciemment* » par la loi du 2 août 1996, n'a pas supprimé l'exigence de l'intention délictueuse. En fait, il faut un dol, c'est à dire vouloir induire autrui en erreur, et fausser le fonctionnement du marché.

Après avoir vu quels étaient les différents délits boursiers, il s'agit de voir à présent quelles sont les sanctions applicables à ces délits.

Une autre incrimination pénale spécifique a été édictée par le législateur marocain afin de garantir le respect des missions d'investigation et de surveillance dont est doté le Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Cette infraction figure ainsi au sein de l'article 28 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne. Il s'agit du délit d'obstacle à la mission des enquêteurs du conseil.

L'emploi du terme « personne » par le texte, nous amène à conclure que ce délit s'étend aussi bien aux personnes morales qu'aux personnes physiques.

La réalisation de l'élément matériel de ce délit suppose naturellement et fort simplement un acte de commission. L'infraction est commise quand l'accès aux locaux à usage professionnel ou la communication et la prise de copie de documents ont été refusés aux enquêteurs du conseil déontologique des valeurs mobilières. La présence de l'élément moral ou intentionnel, c'est-à-dire l'obstacle fait sciemment à l'investigation des agents de l'autorité de contrôle, n'est pas expressément exigée pour ce délit.

Des sanctions pénales sont édictées à l'encontre des personnes qui empêchent des visites guidées par les instances du gendarme boursier⁵⁸². Loin de là, d'autres sanctions peuvent être prononcées à l'égard des contrevenants qui, tout en facilitant l'accès des enquêteurs de conseil déontologique des valeurs mobilières, ont donné des informations inexactes. Dans ce dernier cas, la constatation de l'élément moral est significative. L'infraction est intentionnelle, au sens où la personne concernée doit sciemment donner des informations inexactes.

Encore et compte tenu des possibilités d'achat des titres offerts sur le marché boursier, l'actionnariat des sociétés cotées se présentent souvent comme une réalité qui peut prendre des formes multiples. Sur ce lieu de bataille, les sociétés cotées sont souvent convoitées par des prédateurs qui tentent d'emporter des positions plus au moins solides.

Face à ce jeu qui peut fausser le fonctionnement normal du marché, et où les actionnaires sont les victimes. Car ils doivent subir la loi des majoritaires donc des plus forts, les pouvoirs publics se sont efforcés pour jeter les premières bases d'une réglementation des franchissements de seuils.

Certes, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières qui adoptent le principe de la division et de la limitation des risques, par la diversification de leur placement et dont l'objet exclut toute tentative de contrôle, ne semble pas être concernés par ce délit.

Toutefois, rien n'empêche à ce que les gestionnaires, par imprudence de leur part, dépassent les seuils fixés, par conséquent se trouver sous le coup du délit en question, en cas

⁵⁸² *Article 28 du dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières.*

de sa non-déclaration d'un côté à la société concernée et de l'autre côté au conseil déontologique des valeurs mobilières.

Conscient du caractère extrêmement dangereux de la prise de contrôle d'une société, le législateur marocain à l'instar de son homologue français a mis en place un système de déclaration de seuils légaux susceptibles d'éviter un tel ramassage des actions en bourse.

Le délit de non-déclaration de franchissement du seuil est étendu aussi bien aux personnes morales et physiques.

En effet, toute personne qui vient à posséder plus de vingtième, du dixième, du cinquième, du tiers, de la moitié ou des deux tiers de capital ou des droits de vote sur une société ayant son siège au Maroc et dont les actions sont cotées à la bourse des valeurs mobilières, informe cette société ainsi que le conseil déontologique des valeurs mobilières et la société gestionnaire dans un délai de 5 jours ouvrables à compter de la date de franchissement de l'un de ces seuils de participation, du nombre de titres donnant à terme accès au capital et des droits de vote qui y sont rattachés.

Elle en informe également, dans les mêmes délais, le Conseil déontologique des valeurs mobilières des objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des douze mois qui suivent les dits franchissements de seuils. Le conseil porte cette information à la connaissance du public.

A fin d'assurer le respect de ces dispositions, le législateur marocain a prévu des sanctions pénales aux cotés des sanctions civiles. Sur le plan pénal, la personne concernée, qui ne déclare pas dans les délais prescrits un franchissement à la hausse de l'un des seuils de participation dans une société cotée en bourse ou qui ne déclare pas au Conseil déontologique des valeurs mobilières ses intentions, est passible d'une amende de 5 000 à 100 000 dirhams.

Sur le plan civil, cette même personne est privée de droit de vote sur les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans à compter de l'infraction. En cas de cession consécutive à la constatation de l'infraction, le cessionnaire est rétabli dans ses droits de vote.

L'on constate immédiatement que l'incrimination pénale évoquée ci-dessus, concerne également les absences de déclarations de franchissement de seuil à la baisse. La même amende s'applique donc à la personne qui possédant, les participations évoquées auparavant, vient de céder tout ou partie de ces actions ou de ces droits de vote, sans en informer la société concernée ainsi que le conseil déontologique des valeurs mobilières et la société gestionnaire dans les mêmes conditions que celles visées que celles visées pour les déclarations de franchissement à la hausse.

L'élément constitutif de ce délit ressort de l'absence de déclaration dans les délais requis. L'élément moral quant à lui, n'est pas établi. Le législateur aurait dû indiquer que l'abstention dans la déclaration doit avoir été réalisée sciemment. L'absence de cette précision va amener les professionnels à être plus vigilant quant à un tel franchissement par conséquent à sa déclaration. Autrement dit, l'incrimination ne nécessite pas la recherche de l'élément intentionnel.

2- La sanction des délits boursiers.

Jeune et inexpérimenté, le droit marocain, en matière de lutte contre le délit d'initié, s'inspire des expériences étrangères, surtout de son homologue français (1), mais cela n'empêchera probablement pas l'apparition d'un certain nombre de problèmes (2).

a) Les mécanismes de lutte contre les délits boursiers.

Ces mécanismes sont de deux ordres : l'un préventif constituant un contrôle a priori ayant pour objet de prévenir le délit (a 1), l'autre répressif est mis en œuvre chaque fois que le délit est consommé (a 2).

a 1) Dispositions préventives.

Pour renforcer la transparence du marché, le Conseil déontologique des valeurs mobilières a élaboré des règles déontologiques s'appliquant à la société des bourses de valeur de Casablanca, aux sociétés de bourses, aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et aux sociétés cotées.

Il a élaboré un code déontologique s'adressant à son personnel et aux membres de son conseil d'administration.

S'agissant d'abord de la société gestionnaire de bourse, l'article 80 n°1-93-211 relative à la bourse des valeurs impose aux administrateurs et au personnel de cette société, l'obligation de respect du secret professionnel pour toutes les affaires dont ils ont à connaître certains détails à quelque titre que ce soit, sous peine de sanctions prévues dans l'article 446 du code pénal.

Dans le même sens, le Conseil déontologique des valeurs mobilières a élaboré la circulaire n°2-96 où il a fixé les règles minimales que le Conseil déontologique des valeurs mobilières est tenu d'intégrer dans son code déontologique, lequel ces règles sont destinées aux membres de son conseil d'administration.

a 2) Dispositions répressives.

La détection des infractions boursières est rendue particulièrement difficile par leur complexité et par le fait que leurs victimes subissent le plus souvent un préjudice dont ils ne se rendent pas bien compte.

De ce fait, c'est à un organisme spécialisé, le Conseil déontologique des valeurs mobilières qu'il revient de saisir l'autorité judiciaire, là où s'agissant des délits ordinaires, ce sont les victimes elles-mêmes qui jouent ce rôle.

Le dispositif législatif marocain attribue au Conseil déontologique des valeurs mobilières de larges pouvoirs pour veiller au bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières.

Sa mission consiste entre autres, à détecter toute transaction frauduleuse sur le marché. Pour ce faire, il dispose d'un large pouvoir d'investigation et d'enquête.

Pour la recherche des informations, l'article 24 du dahir du 21 septembre 1993 l'habilite a effectué des investigations, par tous agents assermentés et spécialement commissionnés à cet effet.

Ces enquêtes peuvent se faire auprès des personnes morales faisant appel public à l'épargne, des sociétés de bourses et de la société de bourse des valeurs de Casablanca ainsi que des personnes qui en raison de leurs activités professionnelle, apportent leurs concours à des opérations sur valeurs mobilières ou assure la gestion de portefeuilles de titres.

En France, et comme on l'a déjà signalé, la répression du délit d'initié connaît une situation ambiguë. Depuis le règlement n°90-08 de la Commission des opérations de bourse, le droit français sanctionne doublement les délits d'initiés : sur le plan administratif et sur le plan pénal. Le conseil constitutionnel a, depuis, été saisi, et a précisé qu'en cas de double procédure administrative et pénale, le montant total des sanctions éventuellement prononcées ne doit pas excéder le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues.

Ainsi, la chambre criminelle de la cour de cassation a récemment précisé, dans un arrêt de 14 juin 2006⁵⁸³ que les juges de fond ne peuvent pas faire application des dispositions permettant de fixer le montant de l'amende à un multiple du profit réalisé sans déterminer le montant de ce profit. En revanche, la Haute juridiction n'a pas précisé ce qu'il faut entendre par profit réalisé.

Un jugement a considéré que le profit réalisé implique l'encaissement d'une somme excédant le montant des dépenses exposées, de sorte que lorsque les titres acquis par un initié n'ont pas été revendus, la plus-value potentielle ne peut pas être assimilé à un profit réalisé⁵⁸⁴.

⁵⁸³ Cass. Crim. , 14 juin 2006 du 15 novembre ; RTD fin, n°2, 2006, p, 124, 2^{ème} espèce, obs. N. Rontchevsky : « selon l'article 10-1 précité, en vigueur à l'époque des faits, l'auteur du délit d'initié encourrait une amende de 5 millions de Francs, dont le montant pouvait être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au quadruple du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit ; attendu qu'après avoir déclaré X coupable de délit d'initié et écarté les achats de 65 000 titres de la Société Générale effectués de gré à gré, les 22 et les 27 septembre 1988 à Londres, en dehors du marché boursier, l'arrêt confirme la peine d'amende de 2 200 000 euros prononcé par le tribunal correctionnel ; mais attendu qu'en statuant ainsi, sans préciser le montant du profit réalisé à la suite des seules opérations retenues portant 95 000 titres de la Société générale, la cour d'appel n'a pas mis la cour de cassation en mesure d'exercer son contrôle sur la légalité de la peine d'amende prononcée ».

⁵⁸⁴ T. corr. Paris, 3 déc. 1993 : RJDA, 1994, n°1152.

L'autorité des marchés financiers punit l'auteur du délit d'initié, de manipulation de cours et de fausses informations de peines particulièrement lourdes en comparaison avec celles prévues par le Conseil déontologique des valeurs mobilières : une amende de 150 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, et une peine d'emprisonnement de deux ans. Le délit est puni d'un an d'emprisonnement et d'une amende de 150 000 dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit. Le législateur français a ainsi curieusement supprimé pour ces nouveaux initiés la hiérarchie des peines entre exploitation et communication d'informations privilégiées⁵⁸⁵.

Le législateur a également prévu une circonstance aggravante, lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit. Dans ce cas, l'emprisonnement est porté à sept ans et l'amende à 1 500 000 euros si le montant des profits réalisés est inférieur à ce chiffre. Ces nouvelles dispositions avaient été déclarées initialement applicables jusqu'au 31 décembre 2003 mais elles ont été pérennisées par la loi n°2003-239 du 18 mars 2003.

Les peines d'emprisonnement et d'amende sont cependant plus sévères dans d'autres pays. Ainsi, la peine maximale d'emprisonnement est de cinq ans en Allemagne, de sept ans en Grande-Bretagne et de dix ans aux Etats-Unis.

b) Les difficultés pouvant être rencontrées.

Il convient d'apporter un éclairage spécifique sur le problème particulier du délit boursier au regard de la loi marocaine, susceptible d'être posé par le caractère souvent international de ce délit.

En effet, de plus en plus fréquemment, les ordres d'achat ou de vente transitent par l'intermédiaire des banques étrangères, celle-ci sous couvert de secret professionnel, hésitent souvent à dévoiler l'identité des donneurs d'ordre et ce n'est que par le biais d'un accord

⁵⁸⁵ JEANDIDIER (W.), *op.cit*, n°129, note 3.

bilatéral ou d'une convention internationale qu'une autorité de marché peut obtenir la levée du secret bancaire.

Le législateur marocain a tenu de son côté à préciser que le Conseil déontologique des valeurs mobilières peut dans le cadre des conventions internationales dûment publiées, transmettre des infractions aux autorités chargées de la surveillance des marchés des valeurs mobilières dans d'autres pays⁵⁸⁶.

Donc, sous réserve de la réciprocité, nous remarquons que le législateur a fait un premier pas crucial pour contourner les difficultés pouvant venir du cadre international. Cela veut-il dire que le problème sera résolu ? Rien n'est sûr. Il suffit de se faire l'école de ce qui se passe ailleurs pour se rendre compte de la nature complexe des problèmes rencontrés et auxquels le Maroc n'échappera pas.

Supposons même qu'un traité de coopération existe entre des états en matière de lutte contre le délit d'initié, la non-conformité entre leur législation risque de vider cette coopération de tout sens.

En fait, ce qui nous intéresse n'est pas tant de savoir quelles sont les rouages des législations comparées mais plutôt le fait de connaître comment elles parviennent à aller au-delà de leur limite territorial et par conséquent prévoir comment notre Conseil déontologique des valeurs mobilières peut s'inspirer de leur expérience et trouver les solutions à des cas pareils⁵⁸⁷.

En guise de conclusion, nous avons tendance à croire que le monde des affaires parle d'une seule langue. L'idée véhiculée est celle d'un village planétaire où les règles sans être cohérentes, sont de plus en plus proches.

⁵⁸⁶ Article 37 alinéa 2 de la loi n°23-01 modifiant et complétant le dahir portant loi n°1.93.212 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne.

⁵⁸⁷ Par exemple, en supposant qu'un ordre d'achat relatif à un contrat à terme négociable soit passé par l'intermédiaire d'une banque marocaine vers une bourse étrangère, est ce que la banque marocaine peut être amenée à divulguer l'identité du donneur de l'ordre ? À notre sens, il nous semble que la réponse devrait être négative étant donné que la loi marocaine ne vise que les valeurs mobilières excluant du champ d'application de l'article 25 de la loi sur le Conseil déontologique des valeurs mobilières, les produits financiers et les contrats à terme négociables.

Le Maroc de son côté, ne pouvant être isolé, a entrepris une série de réformes pour ne pas rater le train de développement. Dans ce cadre et parce que les enjeux tant externes qu'internes sont considérables, les autorités marocaines ont donné un coup de fouet à la bourse des valeurs de Casablanca.

Cependant, comme l'a si bien noté Thierry Vincent⁵⁸⁸, contrairement aux grandes places financières internationales, le marché de Casablanca est déséquilibré. La demande y excède largement une offre réduite du fait de la structure de l'économie marocaine et du caractère familial des sociétés ou des entreprises qui la composent, ainsi que des facteurs culturels qui en altèrent la transparence et contribuent à la prolifération des délits sur le marché boursier.

Cette situation est d'autant plus aggravée par le fait que le Conseil déontologique des valeurs mobilières tarde à agir pour débusquer les opérations d'initiés. Certes, porter un jugement sur cette institution peut paraître hâtif, mais comment expliquer la flambée des cours de la valeur de certaines sociétés ou certains groupes survenus juste avant l'annonce publique de la fusion, si ce n'est que certains initiés ont dû profiter de cette information privilégiée.

Le délit d'initié, en outre, consiste à réaliser ou à permettre de réaliser des opérations sur le marché boursier grâce à ces informations. Le caractère privilégié des informations est laissé à l'appréciation du juge, puisque la définition qui en est donnée par le législateur est très floue. Le juge doit, d'autre part, constater l'exécution et non la seule intention du délit.

Dès lors, il nous semble que ce dispositif répressif doit être complété par une déontologie financière. La meilleure réponse doit être recherchée à travers la déontologie des acteurs qui constitue le meilleur rempart aux dérives. Il s'agit de promouvoir l'implantation de principes par l'autodiscipline.

⁵⁸⁸ VINCENT, (T.), *Jeune Afrique*, n°153 mars 1992.

B) Le rôle de l'autorité dans le déclenchement des poursuites pénales.

Par ailleurs, l'Autorité des marchés financiers (AMF) et le Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM) jouent un rôle essentiel dans le déclenchement des poursuites pénales. Le déclenchement de la répression pénale est en fait largement tributaire de l'action de l'Autorité des marchés financiers et du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

En effet, ils constituent l'organe principal de détection des infractions boursières. Cette situation résulte de la technicité des infractions boursières et de la spécialisation de l'Autorité des marchés financiers et le Conseil déontologique des valeurs mobilières dans la surveillance des marchés boursiers et des émetteurs. Ainsi, en ce qui concerne l'ex COB, le professeur Guyon note que « dans le domaine du droit pénal boursier et des délits commis au préjudice des sociétés qui font publiquement appel à l'épargne, l'ex COB, est en fait sinon en droit, le véritable organe de poursuites, le ministère public ne lui servant que de relais purement formel⁵⁸⁹.

En droit français, l'article 40 alinéa 2 du code de procédure pénale lui fait obligation de transmettre au Parquet les informations qu'elle détient et qui laisse supposer l'existence d'un crime ou d'un délit⁵⁹⁰, le Conseil d'Etat a reconnu d'ailleurs, contrairement à la cour de cassation⁵⁹¹, le caractère contraignant pour une autorité administrative indépendante⁵⁹². Néanmoins, cet article n'a institué aucune sanction en cas de non-respect de l'obligation qu'il édicte. De ce fait, l'Autorité des marchés financiers dispose de facto, d'un pouvoir d'opportunité dans la décision de transmettre aux autorités judiciaires compétentes des informations indiquant l'existence d'une activité criminelle.

Après cette transmission, l'Autorité des marchés financiers peut encore participer, à l'enquête criminelle.

⁵⁸⁹ GUYON Yves, « *La Commission des Opérations de Bourse* », p. 182.

⁵⁹⁰ *L'article 40 alinéa 2 du Code de procédure pénale dispose que : « Toute autorité constituée, tout officier public ou fonctionnaire qui, dans l'exercice de ses fonctions, acquiert la connaissance d'un crime ou d'un délit est tenu d'en donner avis sans délai au procureur de la République et de transmettre à ce magistrat tous les renseignements, procès-verbaux et actes qui y sont relatifs ».*

⁵⁹¹ *Cass. crim. , 3 février 1998, X..., D. 1998, note R. Gassin, p 443. La solution, critiquable mais sans doute d'espèce, de la chambre criminelle est d'une portée pratique limitée car elle ne peut s'appliquer que dans le cas où il y a eu une transmission au Parquet si bien que l'obligation de transmission a été alors satisfaite. En revanche, en cas d'abstention, la juridiction répressive ne sera pas compétente pour en connaître.*

⁵⁹² *CE, 28 mars 1997, Solana, JCP 1997, II, n°22880, concl. Comrexelle ; RFDA, 1 août 2000, p 825 ; AJDA 20 déc. 1997, p. 1002.*

En France, où il n'était traditionnellement pas possible de recourir à la transaction pénale⁵⁹³⁵⁹⁴, la Commission des opérations de bourse ne participe guère à l'instruction pénale après qu'elle a transmis le dossier au Parquet. Certes, les autorités judiciaires compétentes ont la possibilité de lui demander son avis⁵⁹⁵. Elles en ont même parfois l'obligation comme dans le cas où les poursuites sont engagées pour délit d'initié ou en matière de non-déclaration de franchissement de seuil lorsqu'il s'agit de sociétés faisant appel public à l'épargne.

Cependant, lorsque la COB transmet un dossier, il est déjà accompagné d'un avis sur les suites qu'il convient de donner aux faits qui y figurent. En effet, comme le note le président Bézard, « *La COB ne se contente pas de transmettre les faits bruts qu'elle a rassemblés, elle les qualifie en visant un texte pénal et en concluant par une demande de poursuite* ». Il n'est donc pas besoin de lui redemander son avis.

La répression pénale est nécessaire mais insuffisante. Elle est nécessaire car elle permet de sanctionner par des peines d'emprisonnement les comportements les plus répréhensibles. Néanmoins, elle est insuffisante car tous les comportements répréhensibles ne justifient pas une sanction pénale. De surcroît, sa mise en œuvre est entourée de garanties significatives qui rendent une condamnation très aléatoire. En France, l'insuffisante efficacité de la répression pénale est tout aussi apparente et a été déploré périodiquement et unanimement par la doctrine. Un système de sanctions non pénales a donc été jugé nécessaire.

La loi de la sécurité financière renforce le rôle de l'Autorité des marchés financiers en matière de répression pénale et en même temps elle promeut la coopération entre le juge et le régulateur. L'innovation principale concerne la possibilité pour l'Autorité des marchés financiers d'exercer les droits de la partie civile « lorsque des poursuites sont engagées en

⁵⁹³ *La transaction pénale n'est pas possible en France sauf autorisation législative expresse (Article 6 du Code de procédure pénale). Des autorisations spécifiques ont été prévues en matière douanière (Article 350 du Code des Douanes), fiscale (Articles L. 248 à 251 du Livre des Procédures fiscales) et, dans leurs domaines respectifs, par les articles L. 153-2 du Code Forestier, L. 330-9 du Code de l'aviation civile et L. 238-1 du code rural.*

⁵⁹⁴ *Après il y a eu la loi n°99-515 du 23 juin 1999 renforçant l'efficacité de la procédure pénale qui autorise pour certains délits et contraventions de masse, la composition pénale par laquelle le ministère public, sous le contrôle d'un juge, peut offrir au délinquant en échange de la reconnaissance des faits, une mesure moins sévère contre l'extinction de l'action publique.*

⁵⁹⁵ *Article L. 466-1 du Code monétaire et financier (Article 12-1 de l'ordonnance de 1967). Cette possibilité a été instaurée en 1970 à la demande de la COB.*

applications des articles L. 465 -1 et L. 465 – 2 (du Code monétaire et financier) »⁵⁹⁶, c'est-à-dire lorsqu'elles concernent les principaux délits boursiers (délit d'initié, diffusion des fausses informations et manipulations de cours). Toutefois, afin de respecter la jurisprudence du Conseil Constitutionnel⁵⁹⁷ et ne pas être juge et partie, elle ne pourra pas « à l'égard d'une même personne et s'agissant des mêmes faits concurremment exercer les pouvoirs de sanctions qu'elle tient du présent code et les droits de la partie civile ».

L'attribution législative du pouvoir de se porter partie civile par voie d'intervention présente un caractère exceptionnel car l'Autorité des marchés financiers n'est pas une victime des infractions dont elle demande la sanction. Cette possibilité, qui avait déjà été envisagée par le législateur en 1989, n'emporte pas la conviction. L'Autorité des marchés financiers intervient au procès pénal pour défendre un ordre public. Elle a vocation à intervenir pour protéger l'épargne par l'assainissement des marchés impliquant la punition des « brebis galeuses »⁵⁹⁸ qui les discréditent et donner au juge d'instruction des éclairages utiles. Cette disposition doit sans doute inciter l'Autorité des marchés financiers à ne pas sanctionner elle – même et à opter plus fréquemment pour la vie pénale, puisqu'elle pourra participer au déroulement de l'instruction.

Par ailleurs, la loi du 1^{er} août 2003 précise et sécurise les modalités de la coopération entre le régulateur et le Parquet. Ainsi, lorsque l'un des griefs notifiés est « *susceptible de constituer un des délits mentionnés aux articles L.465-1 et L.465-2, le collègue transmet immédiatement le rapport d'enquête ou de contrôle au procureur de la République près le Tribunal de grande instance de Paris* »⁵⁹⁹.

De plus, l'article L. 621-20 reprend le rôle d'*amicus curiae* antérieurement détenu par la Commission des opérations de bourse auprès des juridictions civiles, pénales ou administratives qui peuvent demander à l'Autorité des marchés financiers de déposer des conclusions et de les développer à l'audience, en sus de l'avis d'expert devant lui.

⁵⁹⁶ Article L 621-16 - 1 du code monétaire et financier (L. No 2003 – 706 du 1^{er} août 2003, art. 16)

⁵⁹⁷ Cons. Const. 28 juillet 1989, no 89-260 DC.

⁵⁹⁸ THOMASSET – PIERRE, (S.), « Création de l'Autorité des marchés financiers », *Recueil Dalloz* 2003, No 43.

⁵⁹⁹ Article L. 621-15- 1 du Code monétaire et financier (L. No 2003 – 706 du 1^{er} août 2003, art. 14- III).

Finalemment, l'article L. 621-20-1 du Code monétaire et financier prévoit pour l'Autorité des marchés financiers l'obligation, reprise de l'article 40 du Code pénal, de donner avis sans délai au procureur de la République de sa connaissance d'un crime ou d'un délit et de tout renseignement et acte y afférent, ainsi que la possibilité pour le Parquet d'obtenir de l'Autorité des marchés financiers, la communication de tous les renseignements qu'elle détient dans l'exercice de ses fonctions, hormis ceux dont les autorités étrangères qui les ont transmises n'ont pas autorisé explicitement la divulgation à des fins précises.

CONCLUSION

Les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) répondent d'une manière très efficace aux problèmes que pose la gestion de l'épargne des particuliers. Ces structures d'accueil sont en effet, parfaitement transparentes, ce qui permet aux épargnants d'être informés du travail de leurs mandataires. De plus, leur caractère le plus fréquent d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières ouvert, permet un placement très liquide. Enfin, sur un plan plus général, les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières se sont révélés être d'excellents transformateurs d'épargne pour le plus grand bien des économies libérales où ils se sont implantés.

L'apparition et l'amplification des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières sont des phénomènes juridiques spécialement caractéristiques de ces dernières années. Les appréciations divergent quant à l'opportunité de leur apparition et de leur croissance du point de vue économique et social.

Pour appréhender l'élargissement constant des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, il faut faire une révision réelle des concepts essentiels sur lesquels repose le droit des sociétés et des marchés financiers, en particulier réétudier les principes qui sont à la base même des lois de leur création.

La crise financière a jeté un voile de suspicion sur la qualité des produits financiers en l'occurrence les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, ces derniers ont actuellement à faire face à une crise prolongée des marchés boursiers. Il faut espérer, pour l'équilibre financier des pays occidentaux, qu'une fois, les problèmes monétaires surmontés, la confiance reviendra et avec elle une situation normale.

La mise en place d'un système de contrôle efficace et effectif adapté au sein de ces organismes suppose essentiellement une organisation technique de ce contrôle.

L'Autorité de tutelle prend acte de dysfonctionnements des marchés mis en lumière par la crise financière et rappelle qu'une bonne régulation est un élément d'attractivité d'une place financière.

Il serait certainement conforme à l'intérêt de tous les épargnants que les différentes autorités de contrôle, par l'intermédiaire des organisations politiques comme la communauté européenne, arrivent à définir des normes globales concernant les différentes formes de gestion collective de l'épargne. Cet accord permettrait ainsi aux épargnants de confier leurs économies à une ou plusieurs structures d'accueil de leurs choix.

À cet effet, on peut dessiner deux grandes directions : généraliser et renforcer la régulation prudentielle, c'est-à-dire les ratios destinés à garantir les opérations, et la régulation déontologique, c'est-à-dire les principes et les règles de comportements destinés à garantir la transparence et l'absence de conflit d'intérêts. Mais dans le détail, tout dépend du secteur géographique, des entités et des opérations en cause. Si la régulation du secteur financier doit être aujourd'hui la plus mondiale possible, tous les pays ou toutes les régions du Monde ne font pas face aux mêmes défaillances ni aux mêmes causes. La crise financière est principalement née aux Etats-Unis, d'une insuffisante régulation des organismes et des opérations de financement de l'immobilier des particuliers, des mécanismes de titrisation et du processus de distribution des produits financiers. Il faudra donc, là-bas et ailleurs, améliorer la régulation de ces entités et de ces opérations. S'y ajoutera partout la régulation des agences de notation, qu'il faudra sans doute soumettre et, surtout, à des règles de transparence et de conflit d'intérêts.

S'agissant de la méthode, il faudra renforcer les règles contraignantes, l'autorégulation ayant montré ses limites et ne pouvant qu'en avoir : il faut être héroïque pour s'imposer des règles quand rien n'y oblige. À cet égard, redisons que la crise est née au sein du système anglo-américain, et qu'elle est en partie le fruit d'une conception très libérale de la réglementation, alors que la conception du droit de l'Europe continentale l'a en grande partie mise à l'abri de ces défaillances réglementaires. Le modèle civiliste et républicain n'est pas mort et doit retrouver de la vigueur.

Il faut réglementer plus et mieux les activités financières, c'est-à-dire, plus globalement, au sens géographique et sectoriel, plus profondément, en particulier d'un point

de vue prudentiel, plus fermement, d'un point de vue déontologique, par des règles publiques ou administratives auxquelles les règles professionnelles ne doivent pas se substituer mais se subordonner, grâce à des autorités de régulation mieux coordonnées. Faut-il y croire ? Oui, sauf à désespérer, même s'il faut ne pas être naïf et reconnaître qu'une régulation mondiale demeure une utopie et se souvenir que toute régulation, même dure, n'est efficace que si elle est soutenue par une morale collective qui ne s'apprend pas comme une simple technique.

Les lacunes en matière de transparence et de divulgation d'information, le manque de transparence expliquent cette perte de confiance, la défaillance et la turbulence de tout un système.

On pourrait admettre que malgré ses faiblesses et ses déficiences, la gestion française est dotée d'un système efficace qui pourrait répondre aux exigences d'autres directives européennes.

Dans ce contexte, l'harmonisation des règles de fonctionnement de l'épargne collective devrait continuer à s'étendre pour le développement des marchés des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, accessible de manière transfrontalière à l'ensemble des acteurs présents afin d'améliorer le cadre régissant le marché unique des fonds d'investissements portant ainsi notamment sur la simplification des procédures d'enregistrement, l'harmonisation européenne du document de vente simplifié, ou encore la fusion transfrontalière d'Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

Enfin, les différences entre les deux régimes franco-marocain suite à cette approche comparative, constatées au cours de cette étude, ne doivent pas être considérées comme un facteur de complication, mais au contraire d'enrichissement permettant la recherche d'une bonne solution.

BIBLIOGRAPHIE

I : Ouvrages, thèses, mémoires :

- ABID Abdelaziz, « *Les assemblées d'actionnaires et d'obligataires dans le droit marocain des sociétés anonymes* », université de Perpignan, thèse de doctorat en droit privé, 2000.
- AUCKENTHALER Frank « *Droit des marchés de capitaux* », LGDJ, 2005.
- ADDE GUYON (Y.), « *Aspects juridiques de la manipulation des cours* », Rapport moral sur l'argent dans le monde, 1995.
- AMNAR Houcine, « *Le cadre juridique des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) en droit marocain* », Marrakech, mémoire de 3^{ème} cycle, DES, Université CADI-AYAD, 1996, (en arabe).
- ALIANE Mouna, « *Analyse critique de la législation relative à la protection des épargnants* », université de Perpignan, thèse pour le doctorat en droit privé, 2001.
- AUCHE-FOSSIE Christine, « *SICAV, FCP et MATIF Comme instruments des excédents de trésorerie* ». Université Paris I- Panthéon-Sorbonne, Mémoire DESS Gestion financière et fiscalité, Session octobre 1998.
- BAHNINI Maria, « *La société anonyme en droit marocain analyse et explications* », Maroc, Headline, 1998.
- BELLETANTE Bernard, « *Dictionnaire de la bourse et des marchés* », édition Hatier, 1996.
- BELLETANTE Bernard, « *La Bourse, son fonctionnement, son rôle dans la vie économique* », Hatier, 1992.
- BENJELLOUN Hassan-Hakim, « *L'expert-comptable face aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) : approche des lacunes juridiques et fiscales présentées par ce nouveau marché* », Maroc, Institut Supérieur de Commerce et d'administration des Entreprises, Mémoire de fin d'études d'expertise comptable, Session Novembre 1998.
- BERRADA Mohamed Azzedine, « *Les nouveaux marchés des capitaux au Maroc* », éditions SECEA, 1998.
- BERTRAND Christine, « *L'agrément en droit public* », Presses Universitaires de la Faculté de Droit de Clermont- Ferrand, édition LGDG.
- BONNEAU (Th.), et DRUMMOND (F). « *Droit des marchés financiers* », Economica 2001.

- BONNEAU (Th.), « *Droit bancaire* », Montchrestien 2009, 8e éd., n° 151.
- BONNARD (J.), « *Droit des assurances* », Litec 2009, 3e éd., n° 114.
- BONNEAU (Th.), et DRUMMOND F, « *Droit des marchés financiers* », 3^{ème} éd. Economica, 2010
- BOUDEMAGH Mohammed et DE NOUËL Philippe « *Les OPCVM en France et en Europe*, éd. SEFI (société éducative financière internationale) ,1992.
- BOSGIRAUD Catherine, « *Etude critique de la nominativité des valeurs mobilières dans le système français* », Université de Paris I, Panthéon-Sorbonne, Thèse de doctorat en droit, 1978.
- CDVM, « *Guide de création d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières* », Maroc, 2004.
- CHARKAOUI Hassania, « *La société anonyme* », Maroc, 1^{ère} édition, 1999.
- CHARRANI Abdelhadi « *Privatisation et marché boursier* », (texte imprimé), édition Casablanca EDISCA, 1999.
- CHOINEL Alain, ROUYER Gerard, « *Le marché financier structures et acteurs* », Collection Institut Technique de Banques, 5^{ème} édition, 1993.
- COURET Alain, « *Transparence, indépendance des opinions et chaîne de sécurité de l'information* », Mélanges à l'honneur de Dominique Schmidt, éditions Joly.
- CORNU Gérard, « *vocabulaire juridique* », Association Henri Capitant, éd. PUF. 2005.
- COURET Alain, Michel Tudel, « *Le nouveau contrôle légal des comptes* », journées d'études Dalloz, le droit des sociétés pour 2004, des lois initiatives économiques et sécurité financière aux réformes annoncées.
- COURET Alain, MARTIN Didier, « *Les sociétés Holdings* » que sais-je ? n°2598, édition PUF, 1991.
- CHAIR Abdelwahed, « *La société anonyme : une nouvelle lecture de la loi 17/95* », éd. Maghrébine, 1997.
- CONAC (Ph.), « *La fusion de la COB et du CMF* », *Mélanges AEDBF III*, Banque édition, 2001.
- COSCAS Gérard « *Mémento des marchés monétaires et financiers* », collection Banque et Stratégie, éd SEFI, 2002.
- DEGOFFE (M.), « *Les autorités publiques indépendantes* », AJDA, 2008.
- DE LAUZAINGHEIN (Ch.), NAVARRO (J.L.), NECHILIS (D.), « *Droit comptable* », édition Dalloz, 2004.

- DE LAUBADERE, « *Traité de droit administratif* » LGDJ- Paris, 8^{ème} édition, 1979.
- DE VAUPLANE Hubert BORNET Jean-Pierre, « *Droit des marchés financiers* », Paris éd Litec, 1998.
- DOUCOULOUX Favard et RONTECHVSKY (N.), « *Infractions financières* », Dictionnaire Joly Bourse, n°98.
- DUCOULOUX Favard, « *Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers* », *Mélanges AEDBF-France*, 1997.
- DUPUIS (G.), GUEDON (M J.), CHRETIEN (P), « *Droit administratif* », Sirey 2007, 10^{ème} éd.
- DRIOUCH M'hamed, « *Le commissaire aux comptes dans les sociétés commerciales au Maroc* », thèse, Perpignan, 2001.
- FAFFA Jean-Claude, « *Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne : expérience américaine* », édition Cujas, 1963.
- FRIER (P.) et PETIT (J.), « *Précis de droit administratif* », Montchrestien 2008, 5e éd., n° 208.
- FLEURET Michel, SIMON Yves « *Bourse et marchés financiers* », 2^{ème} édition, Paris Economica 2003.
- FRISON-ROCHE (M-A.), « *Les leçons d'Enron, Capitalisme, la déchirure, autrement frontière* », 2003.
- FRISON-ROCHE (M-A.), « *La régulation, objet d'une branche de droit* », LPA, 3 juin 2002.
- GALLAIS-Hammono Goerges, « *SICAV et fonds communs de placement, les OPCVM en France* », collection que sais-je ? n° 2654, édition 1992.
- GAVALDA (Ch.) et STOUFFLET (J.), « *Droit bancaire* », Litec 2008, 7^{ème} éd., n° 160.
- GAUDEMAT (Y.), « *Droit administratif général* », *Traité de droit administratif* : LGDJ 2001, t. 1, n° 138.
- GUYON Yves, « *Droit des affaires* », Tome 1, 9^{ème} édition, Economica, 1996.
- GRANIER Thierry, JAFFEUX Corinne, « *La titrisation, Aspects juridiques et financiers* », 2^{ème} édition. Edition Economica.
- HEURTEUX Claude, « *L'information des actionnaires et des épargnants en Droit français et Comparé* », Université de Grenoble, Faculté de Droit et des Sciences économiques, thèse de doctorat en droit, éditions Sirey, 1961.
- LAZRAC Rachid, « *Le nouveau droit pénal des sociétés au Maroc* », éd, la porte, 1997.

- Le guide du commissaire aux comptes, partie II, norme CNCC 2-301 « *Evaluation du risque et contrôle interne* », Juin 2005.
- Le droit des sociétés pour 2004, des lois initiatives économique et sécurité financière aux réformes annoncées. Journées d'études Dalloz Dossiers, éd. Dalloz.
- LEFEBVRE Francis. « *Dossiers internationaux : Maroc juridique et fiscal* », 2^{ème} édition F. Lefebvre, 2002.
- LINOTTE et SIMONIN (G.), « *L'Autorité des marchés financiers, prototype de la réforme de l'État ?* », AJDA 2004.
- LOUSSOUARN Yvon et LAGARDE Paul « *L'information en droit privé* », librairie générale e droit et de jurisprudence, bibliothèque du droit privé, 1978.
- MAATOUK Mohammed Jamal, « *L'information des actionnaires dans la société anonyme* », université de Perpignan, thèse de doctorat en droit privé, 2001.
- MAHAMAT ABDUL Ali, « *Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV)* », Paris II, thèse doctorale, Université de Droit D'économie et de Sciences Sociales, 1979.
- MATHEY (N.), « *La réforme des services de paiement* », RD bancaire fin. 2010.
- MARTY et GIUDICELLI-DELAGE (G.) « *Droit pénal des affaires* », PUF, coll. Thémis, 4^{ème} éd. dir. M. Delmas.
- MESTRE (J.), et BLANCHARD-SEBASTIEN (Ch.), Lamy sociétés commerciales, 2001, n°4020
- MARIN (J-C.), « *Le recel de délit d'initié, in Le droit du délit d'initié en Europe* », Association d'économie financière, 1994.
- MELLERAY F., « *Une nouvelle crise de la notion d'établissement public* », AJDA, 2003.
- MERKIN et DE SAINT-MARS (B.), « *Le conseil des marchés financiers* », in La modernisation des activités financières, GLN-Joly Editions, 1996.
- MERLE Philippe, « *Droit des sociétés* », 4^{ème} édition, 1994, n°525, Dalloz
- MONEGER et GRANIER, « *Le commissaire aux comptes* », n°307, Dalloz 1995.
- NIZARD Frédéric « *La notion de titre négociable* », thèse de doctorat en droit, Paris II 2000.
- OUAZZANI Chahdi Hassan, « *Droit administratif* », 2^{ème} éd, Maroc, 1998.
- OUAZZANI Chahdi Hassan, Cours de droit administratif, Maroc, université Hassan II. Ain Chock, faculté des Sciences Juridiques et Sociales de Casablanca, 2000/2001.

- PELTIER Frédéric, « *Fusion COB-CMF : Le risque de la pensée unique* » AGEFI, 23 avril, 2003.
- PUECH (M.), « *La Commission des opérations de bourse et la surveillance du marché boursier au regard du droit pénal* » in mélanges Bastian, T. 1, Librairies techniques, 1974.
- POCHARD (M.) « *Autorités administratives indépendantes et pouvoir de sanction* », AJDA, 2001, p.106.
- POTDEVIN (J.), « *Le commissaire aux comptes* », 1^{ère} édition, DELMAS, 1996.
- QUILICHINI (P.), « *Réguler n'est pas juger* », AJDA, 2004.
- Que sais-je ? « *Les infractions Boursières* », n°3145, édition PUF, 1996.
- Que sais-je ? « *Le droit des marchés financiers* », n°3283, édition PUF, 1^{ère} édition, 1998.
- Que sais-je ? « *Les valeurs mobilières* », n°406, édition PUF, 1987.
- Que sais-je ? « *Les sociétés de Bourse* », n°3360, édition PUF, 1998.
- Que sais-je ? « *La bourse des valeurs* », n°825, édition PUF, 1978.
- RAMEIX (G.), « *La crise financière : quelles implications juridiques* », Rev. Lamy dr. aff. 2/2009, n° 35, p. 67.
- REYGROBLET Arnaud, « *La notion des valeurs mobilières* », thèse en droit Paris II, 2000.
- ROBLOT René, « *Les OPCVM* », 2^{ème} éd, par M. Germain, Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA), 1998.
- RIASSETTO Isabelle, STORCK Michel « *OPCVM* » éd Joly 2002.
- RIASSETTO Isabelle, « *Droit du financement* », éd. Lamy, 2006
- S. Pierre, « *L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales* », Thèse. Lyon III, 2001.
- SAYAG « *Le commissariat aux comptes, renforcement ou dérive* » CREDA, lib. techn. 1989.
- SENARD Olivier, « *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières dans le marché commun et en suisse* », Université de Paris X Nanterre, thèse doctorale, UER de sciences Juridiques, 1974.
- SCHMIDT. D. « *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, éd. Joly, coll. Pratique des affaires, juin, 1999.
- SENN Jean-Patrice, « *Les sociétés d'investissement en droit français et Comparé* », Paris, LGDG, 1958.

- SIDOT Eric « *Droit communautaire et OPCVM* », thèse de doctorat en droit public, Paris-Cujas, 2002.
- THOMASSET Pierre « *Création de l'Autorité des marchés financier* », Recueil Dalloz 2003, No 43.
- TRUCHE (P.), « *La recherche et la poursuite des comportements délictueux* », in Les enjeux de la pénalisation de la vie économique (dir. M-A. Frison-Roche), Dalloz, coll. textes et commentaires, 1997.
- VIANDIER Alain et LAUZAINGHEIN (Ch.), « *Droit comptable* », Dalloz, 2003.
- VIDAL (D.), « *Libres propos sur l'indépendance du commissaire aux comptes après la LSF* », In Mèl, D. Schmidt, Joly éditions, 2005.
- VIGNE Georges, « *Les SICAV au service de l'épargne, leur objet, leurs caractéristiques, leurs rendements* », Paris, les nouvelles éditions latines, 1978.
- VITRAC Didier, « *Tout savoir sur la Bourse* », Gualino éditeur, collection « City and Work », 2004.
- VILA Isabelle, « *La construction du marché unique européen des OPCVM et ses conséquences sur la gestion collective de l'épargne* », mémoire de DEA, monnaie, finance et banque, Paris II, 1995.
- WYMEERSCH E., « *La corporate governance dans le nouveau droit belge* », Mélanges.

II : Articles et notes de jurisprudence :

- ABISSET (J.) ,« Directive OPCVM : Documents d'informations et commercialisation », Bull. Joly Bourse, mars avril 2010.
- ARSOUZE (Ch.) et LEDOUX, « *L'indemnisation des victimes d'infractions boursières* ». 2006
- AZOUAOU (PH.), « *Crise financière : Diagnostic et défaillances du système de régulation, conférence du Conseil d'Etat- 1^{ère} conférence du cycle : « Régulation de crise, régulation en crise* ». Dalloz 2009.
- BIGOT (J.) et BELLANDO (J-L.), « *Les assureurs moins représentés dans l'Autorité de contrôle prudentiel* », Les échos 23 mars 2010.
- BIGOT (J.), et BELLANDO (J-L.), « *La nouvelle Autorité de contrôle prudentiel et l'assurance : aspects structurels* », JCP G 2010, 364.
- BONNEAU (Th.) et DRUMMOND (F.), « *Droit des marchés financiers* », 3^{ème} éd., Economica, 2010, n° 167.
- BONNEAU (Th.), Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation : RD bancaire et fin. Mars Avril. 2010.
- BONNEAU (Th.), « *Crise financière : l'AMF hors la loi... Pour la bonne cause* », RD bancaire et fin. Septembre octobre. 2008.
- BONNEAU Thierry, « *La Semaine Juridique, Entreprise et Affaires* », n° 44, Novembre 2010.
- BONNEAU (Th.), « *Commentaire de l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance* », JCP E 2010, 1140.
- BONNEAU (Th.), « *Commentaire de l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance.*
- BONNEAU (Th.), « *Le projet de réforme de la supervision financière européenne* » : RTDE 4-2009.
- BONNEAU (Th.), « *Des nouveautés bancaires et financières issues de la loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière* », JCP, éd. E, 2003.
- BONNEAU (Th.), « *Efficacité et avenir de la régulation financière* », Revue de droit bancaire et financier, novembre décembre. 2010.

- BONNEAU (Th.), « *L'action de concert, in Les offres publiques d'achat* », (dir. par G. Canivet, D. Martin et N. Molfessis), Litec, 2009.
- BIARD (J-F.), « *Action de concert et non-conformité d'une offre publique* », RD bancaire et fin. Septembre octobre. 2008.
- BONNARD (J.), « *Droit des assurances* », Litec 2009, 3^{ème} éd.
- BACQUET Xue, « *Une régulation complexe dans l'intégration financière* », Dr. sociétés 2000.
- BIARD (J-F.), « *Projet de loi de régulation bancaire et financière* » : RD bancaire et fin. mars-avr. 2010.
- BUSSIERE Fabrice, *Banque et droit*, n°133, septembre octobre 2010.
- BOURETZ Emmanuelle, Revue Lexisnexis « *La défaillance de la régulation financière* », 2009.
- BAJ Claude « *Le principe de loyauté et le prix de marché* », Mélanges à l'honneur de Dominique Schmidt, éditions Joly, 2005.
- BEZARD (P.) « *Le nouveau visage de la commission des opérations de bourse, La loi « sécurité et transparence du marché financier » et la COB* », RID comp. 1989.
- BONNEAU (Th.), dans l'aff. Schneider-LeGrand, Paris, 16 septembre 2003, JCP, E, 2003, 1711, Dr. Sociétés, février 2004, Joly. Bourse, novembre décembre 2003.
- BUSSIERE (F.) et PUEL (S.), « *La gestion collective dans la loi de sécurité financière : entre modernisation et sécurité* », Bull. Joly Bourse », 2003.
- BUSSIERE Fabrice, « *De l'intérêt des porteurs dans la gestion collective pour le compte de tiers* », In Mèl, D. Schmidt, Joly, éditions, 2005.
- BOURGINE (R.), « Avis de la Commission des finances n°339, 1989.
- BRAC de La Perrière, *Bull. mensuel COB*, supplément mars 1988.
- CONAC (P.H.), « *La nouvelle Autorité des Marchés Financiers* », Droit & Patrimoine », No 121 – Décembre 2003.
- Cabinet Masnaoui Mazars « *La responsabilité du commissaire aux comptes* » BIP (Bulletin d'informations périodiques) n °114, juin 2002.
- COURET (A.), « *Synthèse de la jurisprudence récente concernant la révocation et la responsabilité civile des commissaires aux comptes* », PA. 1992.
- CAUSSE (H.), « *Le référé financier, Le cas de l'action en justice du président du Conseil des marchés financiers* », JCP E 2002,1553.

- COURET Alain, LE NABASQUE (H.), COQUELET (M.-L.), GRANIER (Th.), PORACCHIA (D.), RAYNOUARD (A.), REYGROBELLET (A.), ROBINE (D), Droit financier, Dalloz 2008.

- CAUSSE (H.) et MAYMONT (A.), « *L'Autorité de contrôle prudentiel. Commentaire de l'ordonnance du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance* », RD bancaire et fin. Mai Juin 2010

- CAUSSE (H.), « *Le référé financier, le cas de l'action du Président du CMF* », JCP 2002, éd. E.

- DAIGRE (J-J.), « *La création de l'autorité des marchés financiers* », Revue des sociétés 2003.

- DAIGRE (J-J.), « *Recours contre les décisions de la future Autorité des marchés financiers : compétence administrative ou judiciaire ?* », Rev. Dr. bancaire et financier, n°4, juillet août 2003.

- DE BECHILLON, MARTIN (D.), MOLFESSIS (N.), Mélanges AEDBF-France IV, Rev. Banque éd.

- DE BOISSIEU et LORENZI (J-H.), cahier n°2 du cercle des économistes, mai 2003.

- DE RAUCOURT, « *La responsabilité en matière de gestion collective* », revue Banque et Droit, mars /avril 2000.

- DE VAUPLANE (H.), et Simart (O.), « *Délits boursiers, propositions de réforme* », Rev. Dr. bancaire et bourse, n°61, mai juin 1997.

- DE VAUPLANE (H.), et SIMART (O.), « *La notion de manipulation de cours et son fondement en France et aux U.S.A* », Rev. droit bancaire et bourse, n°56, juillet août, 1996. p.158.

- DE VAUPLANE Hubert, Affaire Morgan Stanley, Banque et droit, 2006, n°108, P, 34, obs. H de Vauplane. Bull civ IV, n° 130; RTD com, 2003.

- DELEBECQUE (Ph.), *Banque et droit*. 2002 n°86, P, 39 F. Bussière.

- DOULCOULOUX Favard. , *petites affiches*, n°8, 19 janvier, 1994.

- DOULCOULOUX Favard, « *Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers* ».

- DUCOULOUX- Favard, *Petites affiches*, 26 juillet 1995.

- DECOOPMAN (N.), « *La nouvelle architecture des autorités financières. Le volet institutionnel de la loi de sécurité financière. Loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003* », JCP, éd. G, 2003.

- DUFOUR Olivia « *Vers un renforcement du pouvoir de sanction du régulateur boursier* », petites affiches du 23 septembre 2004.
- DOUVRELOUR Olivier, *Bulletin Joly Bourse*, Juillet Août 2008.
- DELVOLVE (P.), « *La nature des recours devant la Cour d'appel de Paris contre les actes des autorités boursières* », *Bull Joly*, 1990, p. 499.
- DU PONTAVICE, (E.), « *Le principe de non immixtion des commissaires aux comptes* », *Revue des Sociétés*, 1973.
- DUSSART Sébastien, FANNU Rodriguez, MIRIASI Thouch, « *La restitution des actifs par le dépositaire* », *Bulletin Joly Bourse*, Novembre Décembre 2008.
- DIAS (B.), « *Quelle régulation pour les produits financiers traités de gré à gré ?* », in *Les entretiens 2008 de l'AMF : quel cadre de régulation pour faire face aux enjeux européens et internationaux ? Rapport introductif – table ronde 2 : Quelle régulation pour les produits traités de gré à gré ?* », <http://www.amf-france.org>.
- DANIELSSON (J.) et ZIGRAND (J-P.), « *Quelle forme de régulation pour les hedge funds ?* », *Revue de la stabilité financière – Numéro spécial hedge funds*, n° 10, avr. 2007, et A. Crockett, *Evolution et régulation des hedge funds* ».
- DE CABANES (J-B.), « *Des obligations foncières aux obligations à l'habitat* », *RD bancaire et fin.* Mai juin 2010.
- DAIGRE (J-J.), « *De l'Autorité des marchés financiers à une autorité financière unique* », *RD bancaire et fin.* 2003.
- DE VAUPLANE (H.), DAIGRE (J-J.), *Ventes à découvert – Interdiction (non) – Restrictions (oui) : Banque et droit* novembre décembre. 2008, n° 122, 32.
- DE VAUPLANE (H.), DAIGRE (J-J.), DE SAINT-MARS (B.), BORNET (J-P.) *Supervision européenne – Système européen de surveillance financière – Autorité européenne des marchés financiers : Banque et droit*, novembre décembre. 2009.
- DOUVRELEUR Olivier, « *Le nouveau cadre réglementaire de la fonction de dépositaire d'Organisme de placement collectif* », *Bulletin Joly Bourse*, Juillet Août 2008.
- FERRANDON (E.), « *L'autorité des marchés financiers au cœur de la réforme de la régulation financière* », in « *cahiers français* », n° 313, *Concurrence et régulation des marchés*, mars avril 2003, la documentation française,
- FRISON ROCHE (M.A), « *Autorité de régulation et organisation du commissariat aux comptes* » *Les échos*, 8 et 9 novembre, 2002.
- FRISON ROCHE (M-A), « *Comment fonder juridiquement le pouvoir des autorités de régulation* » : *Rev.éco.fin.*, n°60, 2000, *sécurité et régulation financière*.
- FRIED (Ch.), *Libéralisme et droit pénal*, p. 107.

- FOULANI Hannaâ, L'Economiste du vendredi 12 janvier 2001.
- GAVALDA (Ch.), « *Droits et devoirs des initiés dans les sociétés par actions* », *Rev. sociétés*, 1976.
- GAZIER (F.), CANNAC (Y.), « *Recommandations pour le bon usage des autorités administratives indépendantes* » : EDCE 1983-1984.
- GAUBERTI, « *Bilan du développement des supermarchés de fonds en France* », JCP éd. E, 2004.
- GRANIER Thierry, *Banque et droit*, novembre décembre 2000, obs H. de Vauplane et J-J Daigre ;
- GRANIER Thierry « *La réforme du contrôle légal par la loi de sécurité financière* », petites affiches, 14 novembre 2003.
- GUILHAUMAUD (Ph.), « *La responsabilité civile du dépositaire d'OPCVM* », *Banque et droit*, 1992
- HOVASSE (H.), *Dr. sociétés*, décembre 1994, n°209, Paris, 18 septembre 1995, JCP, 1995, éd. E. II, 745. *Bull. Joly Bourse*, novembre décembre 1995, § 88, note P. Le Cannu ; *Rev. dr. bancaire et bourse*, n°53, Janvier février 1996, 28, obs. M. Germain et M-A. Frison-Roche.
- HUGHES (J.), "FSA admits failings over Northern Rock: Financial Times", 26 mars 2008.
- HOUILLON (P.), « *Introduction du rapport présenté au nom de la Commission des Lois de l'Assemblée Nationale* », AN N°72, introduction, chapitres I, II et III.
- JALADE, « *Règles de conduite et déontologie des gérants des SICAV et fonds commun de placement* », *Les petites affiches*, 26 octobre, 1988.
- KENADIJIAN (P.), « *Investigations et enquêtes des autorités des marchés boursiers, Droit des USA : la SEC* », *Petites affiches*, 30 janvier 1995.
- LEPETIT (J-F.), « *Etat, juge et régulateur* », in « *Régulateurs et juges, forum de la régulation* », petites affiches, 23 janvier 2003.
- LASSERRE CAPDEVILLE (J.), « *La Commission bancaire et la supervision des établissements de crédit, des groupes et des conglomérats financiers, statuts et missions* » : JCl. Banque-Crédit-Bourse, Fasc. 2010.
- LE NABASQUE (H.), « *Offres publiques et offres publiques de retrait, Projet de loi de régulation bancaire et financière* », *Rev. sociétés* mars 2010.
- LATOUR (A.), « *Pourquoi créer des « obligations à l'habitat ?* », *Banque Stratégie* sept. n° 284, 18. 2010.
- LEMPEREUR (C.), « *Investigations et enquêtes des autorités des marchés boursiers, Droit belge : la CBF* », *Petites affiches*, 30 janvier 1995.

- LEGRAND (Ph.), « *OPCVM, nouvelles règles de gestion des actifs et responsabilité du dépositaire* », Banque 1990, n°506.
- Le PORTZ Yves, « *Indépendance et déontologie des commissaires aux comptes*, », in rapport moral sur l'argent dans le monde en 2002, la crise financière et ses suites, les grands dossiers d'éthique financière -association d'économie financière, janvier 2003.
- LE BARS Benoît, « *Associations d'actionnaires et d'investisseurs : un droit rénové d'ester en justice* » ? petites affiches, 2003, n°228, p.102-106.
- LAGARDE (X.), « *Le droit des marchés financiers présente-t-il un particularisme ?* », JCP éd. G, 2005, I, 182.
- MAYAUD (Y.), « *La justice pénale dans le monde des affaires, libres propos sur une crise d'autorité* », Rev. justices, n°1, janvier juin 1995.
- MULLER Anne-Catherine, Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2008.
- MULLER Anne-Catherine, « *Présentation des nouvelles autorités européennes de surveillance* » : RD bancaire et financier, janvier février. 2010.
- MULLER Anne -Catherine. , Rapport Larosière : RD bancaire et fin. juillet. août 2009,
- MORTIER (R.), « *Toilettage légal de la définition de l'action de concert* », Dr. sociétés août-sept. 2010.
- MASSON David et DAMON Houda, « *Directive OPCVM. nouvelles règles, nouveaux défis pour la gestion d'actifs* », Banque et droit 2010, Ernst&Young, Société d'avocats.
- MOTULSKY, *Mélanges P. Roubier*, T. II, 1961, p. 175.
- MAURDAUNT NICOLAS Crook « *De l'arrêt Dubus à la création de l'ACP* », banque et droit, n°129, janvier-février 2010.
- NABASQUE (H-L.), « *Commentaire de la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière* », Revue de droit Bancaire et financier, 2003, n°5, p.313.
- NOTTE (G.), « *Création de l'Autorité de contrôle prudentiel* », JCP E, n° 4, 28 janvier 2010.
- PELTIER (F.), « *Le risque hégémonique de la protection de l'épargne dans la fusion COB-CMF* » : RD bancaire et financier, n°3, mai juin 2003.
- PEZARD, « *Déontologie boursière* », Juris – Classeur Banque – Crédit – Bourse.
- PEZARD, « *Ethique et Finance* », petites affiches, 15 novembre 1995.

- PRADA Michel, « in Conférence du Conseil d'Etat - Crise financière : « Diagnostic et défaillance du système de régulation », 30 mars 2009.
- PACLOT Yann, « *La leçon de l'affaire EADS* », Revue de droit bancaire et financier, Revue bimestrielle lexisnexis juriclasseur, mars avril 2010.
- PORACCHIA (D.), « *Responsabilité dans l'élaboration des informations financières relative à la société et indépendance de commissaires aux comptes* », petites affiches, 17 oct, 2002, n°208.
- PIETRANCOSTA (A.), et BOMPOINT (D.), « *Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...)* », RTDF n° 2-2010.
- RAMETTE (R.), « *La réforme de la COB et le cumul de pouvoirs normatifs de sanction et d'investigation* », Bull. Joly Bourse, novembre décembre 1995.
- RAMEIX (G.), « *La crise financière : quelles implications juridiques* », Rev. Lamy dr. aff. 2/2009, n° 35.
- RONTCHEVSKY Nicolas, « *Liberté d'expression et délits boursiers* », Bull. Joly Bourse, 2001, p. 211, § 42, spéc. II, A,
- Recommandation AFEP/MEDEF intitulé « *L'application des dispositions de la loi de sécurité financière concernant le rapport du président sur les procédures de contrôles interne mises en place par la société* ».
- RICHTER (D.), « *La publicité ad hoc et la répression du délit d'initié en Allemagne depuis la loi du 26 Juillet 1994* », Bull. Joly bourse, 1997
- ROMANO (M.), « *Marché boursier et pouvoir de sanction dans le droit italien* » Petites affiches, 15 juin 1994, n°71, p 104.).
- RIASSETTO Isabelle, RD bancaire et fin. 2010, janv. 2010, comm. 29, obs. I.
- RUOL Vincent « *Création de l'ACP, l'ordonnance n°2010-76 du 21 janvier 2010, révolution ou évolution ?* Banque et droit n°131, mai juin 2010
- RUOL Vincent., « *L'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010, révolution ou évolution ?* Banque et droit n° 131, mai juin 2010.
- SALOMAN (R.), « *Le risque boursier : délits et manquements d'initié, de manipulation de cours et de fausse information* ». JCP E, 2006, Cahiers de droit de l'entreprise n°1, janv-fév. 2006.
- STASIAC, « *Les cumuls de sanctions en droit boursier* », Bull. Joly. Bourse, mars avril 1997, 181, § 20 ;
- SCALI Cohen, « *L'indépendance des commissaires aux comptes, une problématique complexe* », RDC 1991, n°3.

- STORCK Michel, « *Loi de droit bancaire et financière* », Revue de Droit bancaire et financier, n° 6, Novembre 2010.
- PUEL (S.), et ROGEY (E.), « *La régulation de la gestion d'actifs en chantier à l'occasion de la transposition de la directive OPCVM IV* » RTDF, 2010-2.
- SCHWEBEL (L.), « *La publication des décisions de sanction dans le secteur financier* » : JCP E 2009, 1861.
- TORCK Stéphane, « *Manquement à l'obligation de publier une information privilégiée et manquements d'initiés* », revue de droit bancaire et financier, revue bimestrielle lexis nexis juriclasser, mars avril, 2010.
- VABRES (R.), « *Le système européen de supervision : état des lieux et perspectives* », RD bancaire et fin. Janvier février. 2010.
- VATEL, « *Aspects judiciaires et juridictionnels du pouvoir de sanction de la COB* », Rev. sociétés, 1994. p. 25.
- VIANDIER Alain, « *Le modèle français de relation entre juge et les autorités de marché* », Bull. Joly bourse, mai juin, 1994.
- VIANDIER Alain., « *Sécurité et transparence du marché financier* », JCP, 1989.
- VINCENT (T.), « *Jeune Afrique* », n°153 mars 1992.
- VERON (M.), « *Le délit d'initié, les contours de l'infraction* », Droit et patrimoine, fév. 1996.
- T. corr Paris, 9 janv. 2004, affaire belvédère : Bull Joly Bourse, 2004, note CI Ducouloux-Favard.
- T. corr. Paris, 13 mai 1986, aff. Thomson, Gaz. Pal. , 1986, 2, 459, note J-P Marchi, et Paris 11 février 1987, aff. Thomson, Rapport annuel COB, 1996.
- T. corr. Paris, 15 octobre 1976.
- T. corr. Paris, 3 déc. 1993 : RJDA, 1994, n°1152.
- TGI Paris, 22 février 1988, JCP, 1988, éd. E, II, 1577, n°26, obs. A. Viandier et J-J Caussin ;
- TGI Paris, Ord. réf. 29 mars 1992, n°51669/99(BF), Bull. Joly Bourse, juillet août 1999, également affaire Hubert Industrie, TGI Paris, ord. 5 août 1994, JCP, 1994, éd. E, II, 623, note A Viandier
- Paris, 30 mars 1977, JCP, 1978, II, 18789, 1^{ère} espèce, note A. Tunc.
- Paris, Ord. 24 août 2000, Rev. dr. bancaire et financier, septembre octobre 2000 Paris, 25 avril 2000, Banque et droit, n°74, novembre décembre 2000, p. 35, obs. H. de Vauplane et J-J Daigre.

- Paris, Ord. 27 janvier 2003, Rev, CMF, n°56, mars 2003, p. 7. Droit des sociétés, juin 2003, p. 28, n°112, note T. Bonneau
- Paris, ord. 6 décembre 2001 et 16 janvier 2002, Droit des sociétés, mai 2002, p. 29, note T. Bonneau
- Paris 19 mai 1998, *JCP*, 1999, éd E, 1434, obs J J Daigre, *Bull Joly Bourse*, 1998, p. 651, note A. Couret ;
- Paris 2 juillet 1999, *Petites affiches*, 15 octobre 1999.
- Paris 23 octobre 2001, *JCP* 2002, éd. E, 122, note A. Viandier.
- Paris 3 mai 2001, *Schneider –Legrand*.
- Paris 7 juillet 1995, *Bull. Joly Bourse*, 1995 p 517, note H. de Vauplane ;
- Paris, 12 juillet 1989, *Bull. Joly*, 1989, 829
- Paris, 12 janvier 1994, *Métrieologie Internationale*, RD bancaire et bourse 1994. obs. Germain et Frison-Roche.
- Paris, 13 juillet 1988, *Holophane*, Paris 24 juin 1991, 25 Avril 2000, *Bull. Joly Bourse*, septembre-octobre 2000, p. 449
- Paris, 19 décembre 2000, banque et droit, mai-juin 2001, p. 35, obs. H. De Vauplane et J-J Daigre.
- Paris 15 mars 1993, *RJDA*, mai 1993, n°407, obs. Ph. Rincazaux, p.321
- Paris, 19 mars 2002, *Banque et droit*, n°82, mars avril 2002, obs., H. de Vauplane ; D. ; 2002, 1678, note M. Boizard ;
- Paris, 26 février 2002, Rev. CMF, n°48, mai 2002.
- Paris, 28 mars 1988, *Gaz. Pal.* , 1998, I, p. 308, note C. Ducouloux-Favard ; D., 1989, 116, note N. Decoopman
- Paris, 30 mars 1977, *JCP*, 1978, II, 18789 note A. Tunc.
- Com. 25 janvier 2000, *Bull. civ. IV*, n°19 ; *Bull Joly Bourse*, septembre octobre 2000, p. 439, § 91, note N. Decoopman ; *RJDA*, 4/2000, n°429. *Banque et droit*, n°74, novembre décembre 2000, p. 33, obs. H. de Vauplane et J. J Daigre.
- Com. 26 octobre 1993, *Bull. civ. IV*, n°352 ; D. 1994, 237, note N. Deccoopman
- Cons. Const. 28 juillet 1989, no 89-260 DC
- Cons. disp. OPCVM, n°3/91 février 1993, *Bull. Joly Bourse*, Juillet Août 1993, p, 41
- Crim. 26 juin 1995, aff. B. U. E. -Ruche méridionale, *Bull. Joly Bourse*, juillet août 1995, p. 285, § 53, note P. Le Cannu ;

- Crim. 26 octobre 1995. J. Boré sous Crim. 26 juin 1995, Bull Joly Bourse, juillet août 1999, 285:
- D. n°2005-1412 nov. 2005 : JO, 17 nov. 2005 ; Bull Joly sociétés, 2006.
- Cass. com, 3 septembre 1952, banque, 1953.
- Cass. Crim. , 14 juin 2006 du 15 novembre ; *RTD fin*, n°2, 2006, p, 124, 2^{ème} espèce, obs. N. Rontchevsky
- Cass. Crim. , 1^{er} mars 2000, D. 2000, AJ p. 229, obs. Lienhard.
- Cass. Crim. , 20 juin 1996, D. 97, p. 249, note Tixier et Lamulle.
- Cass. crim., 26 juin 1995: *Bull. crim.* n°233; *Bull. Joly Bourse*, 1995, note, P. Le Cannu.
- Cass. Crim., 26 octobre 1995, RJDA, 1995, n°857, Les petites affiches, 24 novembre 1995, p. 22, note C. Ducouloux-Favard, *Bull. Joly Bourse* et produits financiers, mars avril 1996, p. 120, note N. Rontchevsky.
- Cass.crim., 3 février 1998, X..., D. 1998, note R. Gassin, p 443. CE, 28 mars 1997, Solana, JCP 1997, II, n°22880, concl. Comrexelle ; RFDA, 1 août 2000, AJDA 20 déc. 1997, p 1002.
- CE 21 novembre 2001, *JCP* éd. E, 2002, p. 879, n° 822.
- CE, 28 juillet 2000, *Rev, droit bancaire et financier*, janvier février 2001, p. 28, obs. M-A Frison-Roche, M. Germain, J-C. Marin et Ch Pénichon.
- CEDH, 23 octobre 1995, Gradinger c. Autriche, A328-C.
- CEDH, 30 octobre 1998, Oliveira c. Suisse, Recueil 1998-V.
- CA Douai, 28 mai 1991 : *Bull Joly Sociétés*, 1991, p, 1120, § 389, note P. Le cannu.
- CA Paris, 14 déc. 2005, 11 ch., Sect. A : JCP E, 2006, p. 1809 note A. Viandier. *RTD fin.*, n°2, 2006, p, 136, obs. N. Rontchevsky,
- CA Paris, 1^{er} février 2000, Sté Marie Brizard et Roger International : Juri-Data, n°2000-104644.
- Paris, 6 juillet 1994, aff. Péchiney, Bull. Joly Bourse, 1994, 583, § 116, note M. Jeantin
- *Bulletin Joly Bourse*, septembre octobre 1997. Recueil DALLOZ, 1999, décision du conseil d'Etat du 23 mai 1997, p. 250.
- *JCP* 2002, éd. E, 998, note A. Viandier ; *Dr des sociétés*, 2002, p. 28, note Th. Bonneau.
- *JCP*, E, 1993, I, 250, obs. A. Viandier et J-J Caussin.

- T. corr. Paris, 13 mai 1986, aff. Thomson, Gaz. Pal. , 1986, 2, 459, note J-P Marchi, et Paris 11 février 1987, aff. Thomson, Rapport annuel COB, 1996.
- T. corr. Paris, 15 octobre 1976.
- T. corr. Paris, 3 déc. 1993 : RJDA, 1994, n°1152.
- TGI Paris, 22 février 1988, JCP, 1988, éd. E, II, 1577, n°26, obs. A. Viandier et J-J Caussin.
- TGI Paris, Ord. réf. 29 mars 1992, n°51669/99(BF), *Bull. Joly Bourse*, juillet août 1999, également affaire Hubert Industrie, TGI Paris, ord. 5 août 1994, JCP, 1994, éd. E, II, 623, note A Viandier.
- Paris, 30 mars 1977, JCP, 1978, II, 18789, 1^{ère} espèce, note A. Tunc.
- Paris, Ord. 24 août 2000, *Rev. dr. bancaire et financier*, septembre octobre 2000 Paris, 25 avril 2000, Banque et droit, n°74, novembre décembre 2000, p. 35, obs. H. de Vauplane et J-J Daigre.
- Paris, Ord. 27 janvier 2003, Rev, CMF, n°56, mars 2003, p. 7. Droit des sociétés, juin 2003, note T. Bonneau
- paris, ord. 6 décembre 2001 et 16 janvier 2002, Droit des sociétés, mai 2002, p. 29, note T. Bonneau
- Paris 19 mai 1998, *JCP*, 1999, éd E, 1434, obs J J Daigre, *Bull Joly Bourse*, 1998, p. 651, note A. Couret ;
- Paris 2 juillet 1999, *Petites affiches*, 15 octobre 1999.
- Paris 23 octobre 2001, *JCP* 2002, éd. E, 122, note A. Viandier.
- Paris 3 mai 2001, *Schneider –Legrand*.
- Paris 7 juillet 1995, *Bull. Joly Bourse*, 1995, note H. de Vauplane.
- Paris, 12 juillet 1989, *Bull. Joly*, 1989, 829
- Paris, 12janvier 1994, *Métrologie Internationale*, RD bancaire et bourse 1994. obs. Germain et Frison-Roche.
- Paris, 13 juillet 1988, *Holophane*, Paris 24 juin 1991, 25 Avril 2000, *Bull. Joly Bourse*, septembre-octobre 2000, p. 449
- Paris, 19 décembre 2000, banque et droit, mai-juin 2001, obs. H. De Vauplane et J-J Daigre.
- Paris 15 mars 1993, *RJDA*, mai1993, n°407, obs. Ph. Rincazaux, p.321
- Paris, 19 mars 2002, *Banque et droit*, n°82, mars avril 2002, obs., H. De Vauplane ; D. 2002, 1678, note M. Boizard.

- Paris, 26 février 2002, Rev. CMF, n°48, mai 2002.
- Paris, 28 mars 1988, Gaz. Pal. , 1998, I, p. 308, note C. Ducouloux-Favard ; D., 1989, 116, note N. Decoopman
- Paris, 30 mars 1977, JCP, 1978, II, 18789 note A. Tunc.
- Com. 25 janvier 2000, *Bull. civ. IV*, n°19 ; *Bull Joly Bourse*, septembre octobre 2000, p. 439, § 91, note N. Decoopman ; RJDA, 4/2000, n°429. *Banque et droit*, n°74, novembre décembre 2000, p. 33, obs. H. de Vauplane et J. J Daigre.
- Com. 26 octobre 1993, *Bull. civ. IV*, n°352 ; D. 1994, 237, note N. Deccoopman
- Cons. Const. 28 juillet 1989, no 89-260 DC
- Cons. discp. OPCVM, n°3/91 février 1993, *Bull. Joly Bourse*, Juillet Août 1993.
- Crim. 26 juin 1995, aff. Bue-Ruche méridionale, *Bull. Joly Bourse*, juillet août 1995, p. 285, § 53, note P. Le Cannu ;
- Crim. 26 octobre 1995. J. Boré sous Crim. 26 juin 1995, *Bull Joly Bourse*, juillet août 1999.
- D. n°2005-1412 nov 2005 : JO, 17 nov 2005 ; *Bull Joly sociétés*, 2006.
- Cass. com, 3septembre 1952, banque, 1953.
- Cass. Crim. , 14 juin 2006 du 15 novembre ; *RTD fin*, n°2, 2006, p, 124, 2^{ème} espèce, obs. N. Rontchevsky
- Cass. Crim. , 1^{er} mars 2000, D. 2000, AJ p. 229, obs. Lienhard.
- Cass. Crim. , 20 juin 1996, D. 97, p. 249, note Tixier et Lamulle.
- Cass. crim., 26 juin 1995: *Bull. crim.* n°233; *Bull. Joly Bourse*, 1995, p. 285, §53, note, P. Le Cannu.
- Cass. Crim. , 26 octobre 1995, RJDA, 1995, n°857, Les petites affiches, 24 novembre 1995, p. 22, note C. Ducouloux-Favard, *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, mars avril 1996, note N. Rontchevsky.
- Cass. crim. , 3 février 1998, X..., D. 1998, note R. Gassin, p 443. CE, 28 mars 1997, Solana, JCP 1997, II, n°22880, concl. Comrexelle ; RFDA, 1 août 2000, p 825 ; AJDA 20 déc. 1997.
- CE 21 novembre 2001, *JCP éd. E*, 2002, p. 879, n° 822.
- CE, 28 juillet 2000, *Rev, droit bancaire et financier*, janvier février 2001, p. 28, obs. M-A Frison-Roche, M. Germain, J-C. Marin et Ch. Pénichon.

III : Textes juridiques.

A/ Lois :

- Dahir 1-08-95 portant promulgation loi 33-06 relatif à la titrisation.
- Dahir des obligations et contrats, doc, du 12 août 1913.
- Dahir n° 1-00-265 du 2 jourmada II 1421 (1er septembre 2000) portant promulgation de la loi n° 29-00 modifiant et complétant le dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 Rabiî II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la bourse des valeurs.
- Dahir n° 1-04-18 du 1er rabiî I 1425 (21 avril 2004) portant promulgation de la loi n° 52-01 modifiant et complétant le dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 Rabiî II 1414 (21 septembre 1993) relative à la bourse des valeurs.
- Dahir n° 1-04-21 du 1er rabiî I 1425 (21 avril 2004) portant promulgation de la loi n° 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier (modifié par la loi 46-06).
- Dahir n° 1-06-10 du 15 moharrem 1427 (14 février 2006) portant promulgation de la loi n° 36-05 complétant le dahir portant loi n° 193-212 du 4 Rabiî II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne.
- Dahir n° 1-06-13 du 14 février 2006 - 15 moharrem 1427 portant promulgation de la loi n° 41-05 relative aux organismes de placement en capital-risque.
- Dahir n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne (modifié et complété par la loi 23-01, la loi 36-05 et la loi 44-06) consolidé.
- Dahir n° 1-95-3 du 26 janvier 1995 portant promulgation de la loi n° 35-94 relative à certains titres de créances négociables modifié.
- Dahir n° 1-96-124 du 14 Rabiî II 1417 (30 août 1996) portant promulgation de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes (modifié et complété par le dahir n° 1-08-18 du 17 Jourmada I 1429 (23 mai 2008) portant promulgation de la loi n° 20-05).
- Dahir n° 1-96-245 du 29 chaâbane 1417 (9 janvier 1997) portant promulgation de la loi n° 34-96 modifiant et complétant le dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 Rabiî II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la bourse des valeurs.
- Dahir n° 1-96-246 du 09 janvier 1997 portant promulgation de la loi n° 35-96 relative à la création d'un dépositaire central et à l'institution d'un régime général de l'inscription en compte de certaines valeurs (modifié par la loi 43-02) consolidé.
- Dahir n° 1-04-04 du 1er Rabiî I 1425 (21 avril 2004) portant promulgation de la loi n° 24-01 relative aux opérations de pension modifiée par dahir 1-08-95.

- Dahir n°1-04-17 du 1er rabii I 1425 (21 avril 2004) portant promulgation de la loi n°23-01 modifiant et complétant le dahir portant loi n°1-93-212 du 4 Rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne.
- Dahir n°1-04-19 du 1er rabii I 1425 (21 avril 2004) portant promulgation de la loi n° 53-01 modifiant et complétant le dahir portant loi n° 1-93-213 du 4 Rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Dahir n°1-04-20 du 1er rabii I 1425 (21 avril 2004) portant promulgation de la loi n° 43-02 modifiant et complétant la loi n° 35-96 relative à la création d'un dépositaire central et à l'institution d'un régime général de l'inscription en compte de certaines valeurs;
- Dahir n°1-07-09 du 28 rabii I 1428 (17 avril 2007) portant promulgation de la loi n° 45-06 modifiant et complétant le dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 Rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la bourse des valeurs, tel que modifié et complété.
- Dahir n°1-07-09 du 28 rabii I 1428 (17 avril 2007) portant promulgation de la loi n° 44-06 modifiant et complétant le dahir portant loi n° 1-93-212 du 4 Rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne, tel que modifié et complété.
- Dahir n°1-93-211 du 21 septembre 1993 relatif à la bourse des valeurs modifié et complété par les lois n° 34-96, 29-00, 52-01, 52-01, 45-06 consolidé.
- Dahir n°1-99-193 du 13 joumada I 1420 (25 août 1999) portant promulgation de la loi n° 10-98 relative à la titrisation de créances hypothécaires (modifié par loi 23-01).
- Règlement général de l'AMF - Livre II - Emetteurs et information financière.
- Règlement général de l'AMF - Livre V - Infrastructures de marché.
- Règlement général de l'AMF - Livre III - Prestataires.
- Règlement général de l'AMF - Livre IV - Produits d'épargne collective.
- Règlement général de l'AMF - Livre I - L'Autorité des marchés financiers.
- Règlement général de l'AMF - Livre VI - Abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché.
- Règlement général de l'AMF - Livre VI - Abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché.

B/ Arrêtés.

- Arrêté du ministre des finances et des investissements extérieurs n° 2560-95 du 9 octobre 1995 relatif à certains titres de créance négociables.
- Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 2172-95 du 21 août 1995 approuvant les règles comptables applicables aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 2304-95 du 13 septembre 1995 fixant les conditions d'évaluation des valeurs apportées : à un Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.
- Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 2890-94 du 18 jourmada I 1415 (24 octobre 1994) relatif aux règles de composition des actifs des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 2891-94 du 18 jourmada I 1415 (24 octobre 1994) fixant la liste des documents du dossier accompagnant les demandes d'agrément des projets de fusion, fusion scission, scission ou absorption d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 2892-94 du 18 jourmada I 1415 (24 octobre 1994) fixant le montant maximum des frais de gestion pouvant être encourus par les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 2895-94 du 18 jourmada I 1415 (24 octobre 1994) fixant le taux de la commission annuelle devant être acquittée par les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières au profit du conseil déontologique des valeurs mobilières.
- Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 2896-94 du 18 jourmada I 1415 (24 octobre 1994) fixant la liste des documents du dossier accompagnant les demandes d'agrément des projets de statuts des sociétés d'investissement à capital variable ou de règlements de gestion des fonds communs de placement.
- Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 2897-94 du 18 jourmada I 1415 (24 octobre 1994) fixant la liste des informations devant être publiées dans leur rapport annuel et semestriel par les sociétés d'investissement à capital variable et les établissements de gestion de fonds communs de placement.
- Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 2898-94 du 18 jourmada I 1415 (24 octobre 1994) fixant le montant minimum du capital social exigé des établissements de gestion de fonds communs de placement.
- Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 2899-94 du 18 jourmada I 1415 (24 octobre 1994) fixant le montant maximum des commissions pouvant être perçues à l'occasion de la souscription ou du rachat d'actions ou parts d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

- Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 2900-94 du 18 jourmada I 1415 (24 octobre 1994) fixant le plafond des emprunts d'espèces pouvant être effectués par un organisme de placement collectif en valeurs mobilières.
- Arrêté du ministre des finances et des investissements n° 2971-95 du 15 décembre 1995 modifiant l'arrêté n° 2890-94 du 24 octobre 1994 relatif aux règles de composition des actifs des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Arrêté n°2896 /94 du 24 octobre 1994 fixant la liste des documents du dossier accompagnant les demandes d'agrément des projets de statuts des sociétés d'investissement à capital variable.
- Arrêté n°2896/94 du 24 octobre 1994 fixant la liste des documents du dossier accompagnant les demandes d'agrément des projets des statuts des OPCVM.
- Arrêté du 6 novembre 2009 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.
- Arrêté du 26 octobre 2009 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.
- Arrêté du 30 juillet 2009 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers
- Arrêté du 24 juillet 2009 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.
- Arrêté du 27 juillet 2009 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.
- Arrêté du 10 juillet 2009 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.
- Arrêté du 2 avril 2009 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.
- Arrêté du 4 mars 2009 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.
- Arrêté du 4 mars 2009 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

C/ Directives européennes.

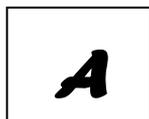
- Directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 relatif aux OPCVM portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains OPCVM.
- Directive OPCVM du 3 juillet 2009, UCITS IV Passeport société de gestion, information des investisseurs, Fusion transfrontalière d'OPCVM, OPCVM maîtres nourriciers transfrontaliers.
- Directive européenne 2007/44/CE du 5 septembre 2007 concernant les règles de procédure et les critères d'évaluation applicables à l'évaluation prudentielle des acquisitions et des augmentations de participation dans des entités du secteur financier 17.
- Directive OPCVM IV du 13 juillet 2009 (UCITS IV). Textes de niveau 2- Règlement n°583/2010- Règlement n°584/2010- Directive 2010/42/UE, Directive 2010/42/U E.
- Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).
- Directive 2009/111/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 modifiant les directives 2006/48/CE, 2006/49/CE et 2007/64 en ce qui concerne les banques affiliées à des institutions centrales, certains éléments des fonds propres, les grands risques, les dispositions en matière de surveillance et la gestion des risques : JOUE n° L 302/97, 17 nov. 2009.
- Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte) : JOUE n° L 177/1, 30 juin 2006.
- Directive 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (refonte) : JOUE n° L 177/201, 30 juin 2006. Supra n° 12.

D / Circulaires du CDVM.

- Circulaire n° 01/96 du 29 février 1996 relative au dossier d'informations exigé des émetteurs de titres de créances négociables.
- Circulaire n° 03/95 du 27 juillet 1995 relative à la note d'information et à la fiche signalétique exigée des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Circulaire n° 04/96 du 11 novembre 1996 relative aux règles déontologiques applicables aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Circulaire n° 06/96 du 16 décembre 1996 relative aux documents comptables et financiers exigés des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Circulaire n° 06/97 du 17 mars 1997 relative à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.
- Circulaire n° 07/97 du 17 mars 1997 relative à l'information privilégiée.
- Circulaire n° 08/97 du 1^{er} décembre 1997 relative aux franchissements des seuils de participation dans le capital des sociétés cotées.
- Circulaire n° 02/00 du 11 octobre 2000 relative au placement de valeurs mobilières dans le cadre d'opération d'appel public à l'épargne.
- Circulaire n° 04/00 du 4 décembre 2000 relative aux documents comptables et financiers exigés des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Circulaire n° 03/01 du 8 février 2001 relative au commissariat aux comptes des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Circulaire n° 04/01 du 30 mars 2001 relative à la relation entre les sociétés de bourse et les établissements dépositaires dans le cadre du dénouement des transactions boursières.
- Circulaire n° 12/01 du 27 décembre 2001 relative aux règles, prudentielles régissant l'activité des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Circulaire n° 13/01 du 27 décembre 2001 relative aux règles de bonne conduite applicables aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Circulaire n° 14/01 du 27 décembre 2001 relative à la fonction de contrôleur interne au sein des gestionnaires d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Circulaire n° 15/01 du 27 décembre 2001 relative à l'information des souscripteurs aux titres d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Circulaire n° 01/03 du 4 février 2003 relative aux rôles et missions de l'établissement dépositaire d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

- Circulaire n° 3/G/95 du 17 mars 1995 relative à l'adjudication des bons du trésor.
- Circulaire n 13/01 du 27 décembre 2001 relative aux règles de bonne conduite applicables aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Circulaire n° 13 /01 relative aux règles de bonne conduite applicable aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières [www. sec. gov/rules/final/33-8238. htm](http://www.sec.gov/rules/final/33-8238.htm).
- Circulaire n°04/00 qui précise les dispositions de l'arrêté du ministre n °2897/94 du 24 octobre 1994 conformément aux articles 89 et 90 du dahir portant loi n° 1 93 213 relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (cette circulaire abroge également la circulaire n°06/96 du 16 décembre 1996).
- Circulaire n°06/97 (17 mars 1997) du Conseil déontologique des valeurs mobilières.
- Annexe à la circulaire 01/03 contenant les mentions minimales de la convention entre le dépositaire et l'OPCVM.

GLOSSAIRE



Actif

L'actif, partie gauche du bilan, regroupe l'ensemble des emplois engagés par une entreprise afin d'accomplir son activité. On distribue :

- Les emplois permanents, qui sont destinés à rester au sein de l'entreprise pour une durée plus ou moins longue (actif immobilisé) : terrains, machines, titres de participation,

- Les emplois temporaires (actif circulant) : stocks, créances, ...

- La trésorerie, qui correspond au compte courant créditeur de l'entreprise en banque.

Actif (OPCVM)

Montant total des avoirs (valeur mobilières et liquidités) d'un OPCVM, évalué au prix du marché, dont sont retranchées les éventuelles dettes de l'OPCVM.

Actif net

Total de l'actif du bilan, après déduction de toutes les dettes. L'actif net, synonyme de situation nette, correspond aux capitaux propres ou fonds propres de l'entreprise. C'est valeur liquidative de l'entreprise.

Actif net par action (ANA)

L'actif net par action correspond à l'actif net total divisé par le nombre d'actions composant le capital social. C'est donc la part des biens de l'entreprise qui reviendrait à chaque actionnaire en cas de liquidation.

Action

Titre de propriété, cessible et négociable, représentant une part du capital d'une entreprise, La détention d'actions confère à l'actionnaire un droit proportionnel de participation aux bénéfices de l'entreprise (perception de dividendes), et un droit de vote aux assemblées générales.

Actionnaire

Propriétaire d'une ou de plusieurs actions représentatives du capital d'une société.

Action nominative

Action dont le propriétaire est connue de la société émettrice. Cette dernière tient un registre précis de tous les détenteurs de ses actions, lui permettant de suivre de façon permanente l'évolution de la répartition de son capital.

Action au porteur

A la différence d'une action nominative, l'action au porteur est une action dont le détenteur est inconnu de la société émettrice.

Admission à la cote

C'est l'autorisation délivrée à une société pour être cotée au marché officiel.

Association Professionnelle des Sociétés de Bourse (APSB)

Association à laquelle sont tenues d'adhérer toutes les Sociétés de Bourse.

Association des Sociétés de Gestion et Fonds d'Investissement Marocains (ASFIM)

Association professionnelle des OPCVM.

Assemblée Générale

Réunie sur convocation du président du conseil d'administration, l'Assemblée Générale est ouverte, de droit, à l'ensemble des actionnaires. On distingue les Assemblées Générales Ordinaires (AGO), et les Assemblées Générales Extraordinaires (AGE).

Augmentation de capital

Opération financière qui consiste dans l'émission de nouvelles actions et qui permet à l'entreprise d'augmenter son capital social ou ses capitaux propres.

Dans le premier cas, on parle d'une augmentation de capital par incorporation de réserves, en contrepartie de laquelle les actionnaires se voient attribuer des actions gratuites.

Dans les second cas, on parle d'une augmentation de capital par souscription en numérique. Les actions se composent d'un nominal qui va renforcer le capital social, et d'une prime d'émission qui va renforcer les capitaux propres.

A cours limité (ordre)

Ordre de bourse formulé en indiquant un prix limité. C'est le prix maximum d'exécution s'agissant d'un ordre d'achat et le cours minimum d'exécution minimum lorsqu'il s'agit d'un ordre de vente.

Accordéon (opération d')

Opération qui consiste pour une entreprise à réduire son capital afin d'absorber les dettes et qui est immédiatement suivie d'une augmentation de capital.

Action à dividende prioritaire (ADP)

Les actions à dividende prioritaire sont des actions sans droit de vote. En contrepartie, les détenteurs des ADP reçoivent un dividende prioritaire sur le résultat distribué par la société, souvent supérieur à celui perçu par les actions ordinaires. Les détenteurs des ADP peuvent être réunis en assemblée spéciale et doivent être consultés sur toute décision modifiant leurs droits.

Action au porteur

Forme de détention d'action qui n'implique pas la communication de l'identité du détenteur du titre à l'émetteur. A la Bourse de Casablanca la majorité des actions circulent sous cette forme.

Action nominative

Forme de détention d'action qui engendre la communication à l'émetteur, ou à un intermédiaire financier mandaté par lui, de l'identité des actionnaires acheteurs et vendeurs afin qu'ils soient inscrits dans un registre ouvert à cet effet. La forme nominative n'empêche pas les titres d'être cotés en bourse.

Action

Titre négociable représentatif d'une fraction du capital d'une société. L'action confère à son détenteur un droit de propriété sur l'actif net de la société et permet de participer au bénéfice, proportionnellement à la part du capital détenu. Elle donne aussi à son détenteur une série de droits : le droit à l'information, le droit de vote, le droit de percevoir les dividendes et le droit au boni de liquidation. Les actions peuvent être cotées en bourse, mais pas obligatoirement.

Actionnaire

Personne détentrice des actions d'une société.

Affiliés de plein exercice

Affiliés qui gèrent eux-mêmes les comptes courants ouverts à leur nom

Affiliés du Dépositaire central

Tout établissement disposant d'un compte courant de titres auprès du Dépositaire central. Seuls peuvent être affiliés du Dépositaire central les intermédiaires financiers habilités, les personnes morales émettrices de l'une des valeurs admises aux opérations du Dépositaire central et les organismes étrangers ayant un objet similaire à celui de Maroclear

Affiliés sous mandat

Tout affilié donnant mandat à un autre affilié aux fins de gérer, en son lieu et place, les comptes courants ouverts à son nom. Le mandat de gestion des comptes courants ne peut être donné qu'à un affilié de plein exercice. Lorsque l'affilié sous mandat est intermédiaire financier habilité, son mandataire ne peut être lui-même qu'un intermédiaire financier habilité. Toute désignation de mandataire doit être préalablement approuvée par le Dépositaire central.

Agrément

Décision administrative individuelle de contrôle a priori, obligatoire, délivrée par l'autorité publique (ministre chargé des finances ou le C. D. V. M.) en vue de l'exercice d'une activité.

Aller / retour (opération d')

Se dit d'une opération rapide d'achat et de vente sur une même valeur, au cours de la même journée dans un intervalle court.

Appel de fonds

Procédure qui consiste à exiger des sociétés de bourse membres du syndicat de placement d'apporter la couverture de la totalité ou d'une partie des souscriptions collectées par elles, à l'occasion d'une opération d'introduction en bourse ou d'une offre publique de vente. Cette procédure est activée par la Bourse de Casablanca et vise à sécuriser le processus de collecte des souscriptions et à atténuer l'inflation des souscriptions nourrie par la recherche de maximisation du nombre des titres à attribuer.

Appel public à l'épargne

Régime juridique destiné à la protection de l'épargne publique investie en valeurs mobilières. Les sociétés faisant appel public à l'épargne sont celles qui, en ayant recours pour la constitution de leur capital ou le renforcement de leurs fonds propres à l'épargne du public par des moyens divers (titres inscrits à la cote, placement par des sociétés de bourse, de banques ou tout établissement dont l'objet est le placement, la gestion ou le conseil en matière financière ou par publicité ou démarchage), sont soumises à une série d'obligations d'informations périodiques, occasionnelles et permanentes.

Appels de marge (ou contribution régulière)

Mécanisme de gestion du risque de marché qui permet à la Bourse de Casablanca de couvrir la perte potentielle résultant de l'évolution défavorable du marché sur les positions ouvertes par les intermédiaires pour lesquelles la bourse apporte une garantie de bonne fin. Chaque jour, la bourse valorise au prix du marché les positions ouvertes par les sociétés de bourse, et non encore dénouées et dégage le risque de marché de chaque intermédiaire. En fonction du niveau de risque et des dépôts déjà constitués, un appel ou une restitution de fonds sera effectué par la bourse sur le compte de l'intermédiaire.

Apport de titres

Opération qui permet à un actionnaire de transférer des titres cotés à une autre personne, physique ou morale en contrepartie d'avantages convenus entre les deux. L'apport s'opère en dehors de la feuille de marché mais étant considéré comme une transaction il est soumis à l'obligation d'enregistrement à la Bourse de Casablanca.

Assemblée Générale Extraordinaire

Réunion des actionnaires d'une société, leur permettant d'approuver des décisions ou des opérations importantes qui n'entrent pas dans les compétences de l'assemblée générale ordinaire, comme les augmentations de capital et les modifications de statuts.

Assemblée générale mixte

Assemblée générale extraordinaire des actionnaires dans laquelle seront prises des décisions relevant aussi bien de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire que celle de l'assemblée générale ordinaire.

Assemblée Générale Ordinaire

Réunion annuelle des actionnaires d'une société, leur permettant d'approuver des décisions d'ordres générales comme les comptes.

Attribution gratuite d'actions

Opération qui consiste à augmenter le capital d'un émetteur par incorporation des réserves et distribution gratuite des titres aux actionnaires et aux détenteurs des droits d'attribution au moment de l'augmentation.

Au mieux (ordre)

Appellation anciennement utilisée par les professionnels du marché boursier pour désigner un ordre sans indication de prix qui s'exécute dès que les conditions de marché le permettent. Afin d'éviter la confusion que peut dégager l'usage de cette terminologie (le client peut penser que cet ordre s'exécute « au mieux de ses intérêts » alors qu'en réalité il peut acheter au prix le plus cher ou

ventre au plus bas de la journée, dépendamment des ordres présents sur le marché et le moment où son ordre est introduit dans la feuille) la réglementation actuelle adopte la seule appellation « au prix de marché ».

Au prix de marché (ordre)

Ordre de bourse formulé sans indication de prix. Il sera exécuté en fonction des conditions de marché. Si l'ordre est introduit avant l'ouverture de la valeur, il sera servi au cours d'ouverture du jour, si la priorité de l'ordre et les quantités disponibles le permettent. Si l'ordre est introduit pendant la séance de cotation en continu, il sera exécuté au cours de la meilleure limite (et uniquement à cette limite) en sens inverse de l'ordre présent sur la feuille de marché au moment de son introduction. L'ordre au prix de marché ne garantit ni une exécution certaine (tout dépend des quantités disponibles), ni une exécution au meilleur cours du jour, mais il sera prioritaire par rapport à un ordre à cours limité.

Augmentation de capital

Opération décidée par l'assemblée générale extraordinaire qui consiste à augmenter le capital social de la société. Les deux formes les plus fréquentes sont l'augmentation de capital en numéraire et l'augmentation de capital par incorporation des réserves et attribution gratuite des titres.

Autocontrôle

Fait pour une société de détenir ses propres actions par l'intermédiaire de ses filiales ou sous-filiales.

Autorité de marché

Autorité publique au Maroc (dans d'autres pays celle-ci peut être professionnelle ou mixte) chargée d'une mission de régulation du marché, dotée d'attributions importantes (pouvoir quasi réglementaire, pouvoir de contrôle et d'enquête et pouvoir de sanction) applicables tant aux marchés qu'aux intervenants professionnels ou non professionnels et bénéficiant d'une certaine indépendance, tant vis à vis de l'Etat que du secteur régulé.

Avis d'opéré

Document adressé par l'intermédiaire financier à son client pour lui confirmer l'exécution d'une transaction. L'avis d'opéré désigne aussi le support via lequel la société de bourse informe le dépositaire du client des caractéristiques des transactions qu'elle a réalisées pour lui (nombre de titres, cours, valeur etc.) afin qu'il valide le dénouement de l'opération. C'est une action indispensable dans le processus d'ajustement préalable au dénouement des transactions.



Back Office

Désigne la structure chargée des opérations administratives et comptables liées aux opérations boursières.

Bourse de Casablanca

Société anonyme, concessionnaire de service public, chargée de la gestion de la bourse en vertu d'un cahier des charges.

Bourse de valeurs

Lieu non matérialisé de rencontre entre l'offre et la demande de valeurs mobilières.

Bénéfice

C'est le gain réalisé par une entreprise après paiement de toutes ses charges, y compris l'impôt.

Bilan

Le bilan est une représentation périodique et régulière des ressources et des emplois dont dispose une entité comptable.

Cette représentation se fait sous la forme d'une égalité qui traduit l'équilibre des ressources (passif), et décrit le patrimoine de l'entreprise avec ses biens et ses dettes.

La présentation usuelle marocaine, sous réserve de particularités concernant certaines activités telles que celles des banques, retient le classement des ressources et des emplois par ordre de liquidité et d'exigibilité croissant.

Bon de Privatisation (BDP)

Les bons de Privatisations sont des valeurs mobilières échangeables par leurs détenteurs en actions de toute société privatisable faisant l'objet d'une Offre Publique de Vente. Jusqu'à leur échange, ils sont assimilables à des créances sur le Trésor.

Bons du Trésor

Ce sont des valeurs mobilières qui représentent des créances sur le Trésor, et donnent droit à une rémunération à taux fixe.

Bourse des Valeurs

Marché réglementé où se négocient les valeurs mobilières.



Capitalisation boursière

Désigne la valeur boursière d'un émetteur. Elle s'obtient en multipliant le nombre de titres composant le capital social de l'émetteur par son cours en bourse.

Certificat d'investissement

Titre qui résulte du démembrement d'une action ordinaire en un droit de vote et un droit au dividende. Le CI donne à son détenteur uniquement le droit au dividende. L'objectif recherché par l'émission de CI est de permettre à un émetteur de procéder à une augmentation de capital sans changer la répartition du contrôle. L'action une fois démembrée, l'émetteur met sur le marché les CI et répartit les certificats de droits de vote entre les actionnaires majoritaires. Ils conservent ainsi le pouvoir au sein de l'entreprise.

Clôture anticipée

Fermeture de la période des souscriptions avant la date de clôture prévue initialement dans le calendrier d'une opération d'introduction en bourse. Cette disposition doit être prévue dans la note d'information de l'opération et recevoir, avant son déclenchement, l'approbation de la Bourse de Casablanca et du CDVM.

Code ISIN

Numéro d'identification international attribué à chaque valeur. Le code Isin est un code alphanumérique à douze caractères dont les deux premières lettres identifient le pays dans lequel la valeur a été émise (par exemple, MA pour le Maroc). C'est le code utilisé par le dépositaire central Maroclear pour identifier les valeurs.

Commission paritaire d'examen

Organe du CDVM, composé de 4 membres désigné par le président du conseil d'administration, chargé d'instruire, de donner son avis et de donner éventuellement une qualification des faits reprochés à une personne objet d'une enquête de la part du C. D. V. M. Ses avis sont non contraignants.

Compartiment de marché

La Bourse de Casablanca propose aux émetteurs désireux d'inscrire leurs actions à la cote trois compartiments : le premier, le second et le troisième compartiment. Les conditions d'accès à chacun des trois compartiments sont adaptées à la taille de l'entreprise et de l'opération d'introduction envisagée. A titre d'exemple, les montants minimums à émettre lors de l'inscription en bourse sont de 250 000 titres et 75 millions de dirhams pour le premier compartiment, de 100 000 titres et 25 millions de dirhams pour le second compartiment et de 30 000 titres et 10 millions de dirhams pour le troisième compartiment.

Comptabilité titres de Maroclear

Comptabilité tenue valeur par valeur selon le principe de la comptabilité en partie double. Cette comptabilité par valeur fait l'objet d'une subdivision selon la forme juridique des titres pris en comptes. La comptabilité titres de Maroclear opère une distinction entre les titres appartenant en propre au teneur de comptes et ceux appartenant à sa clientèle. Elle peut également permettre une subdivision à l'intérieur de chacune de ces deux catégories de titulaires.

Comptabilité titres des teneurs de comptes

Pour la constatation et le suivi des droits des titulaires, les comptes titres sont tenus valeur par valeur et selon les règles de la comptabilité en partie double. Toute opération de nature à créer ou à modifier les droits d'un titulaire de compte fait l'objet d'une écriture à son compte dès que le droit est constaté. De même, toute opération sur titres entraînant mouvement d'espèces ou de droits au compte d'un titulaire fait l'objet d'écritures titres ou droits et, le cas échéant, d'écritures espèces concomitantes.

Comptes courants de titres

Comptes ouverts chez le Dépositaire central au nom de ses affiliés et retraçant, par valeur et par forme de titres, la totalité de leurs avoirs propres et de ceux de leur clientèle.

Comptes titres

Comptes ouverts par les teneurs de comptes au nom des titulaires de titres et retraçant les avoirs de ces derniers en valeurs admises aux opérations du Dépositaire central. Ces comptes titres mentionnent les éléments d'identification des personnes physiques ou morales au nom desquelles ils ont été ouverts, le cas échéant, les incapacités qui les frappent et la nature juridique de leurs droits, la dénomination, la catégorie, le nombre et le cas échéant, la valeur nominale des titres inscrits ainsi que les restrictions dont ces titres peuvent être affectés.

Continu

Mode de cotation qui se traduit par la confrontation de tous les ordres au fur et à mesure de leur prise en charge par le système de cotation électronique, et le cas échéant, par la détermination d'un cours instantané pour chaque valeur. La

cotation en continu permet la réalisation de transactions tout au long de la séance dès que deux ordres en sens contraire (achat et vente) sont présentés au marché avec des prix compatibles, et sous réserve que le cours susceptible de résulter de la transaction ne s'écarte pas des seuils maximums autorisés pour la séance. Ce mode de cotation est utilisé pour les valeurs les plus liquides de la cote.

Contribution exceptionnelle

Apport en espèces appelé par la Bourse de Casablanca auprès des sociétés de bourse lorsqu'à l'occasion d'une liquidation des positions d'une société de bourse en défaut, les contributions déjà constituées par la société défailante s'avèrent insuffisantes. C'est un principe de solidarité de place.

Contribution initiale

Apport en espèces déposé dans un compte géré par la Bourse de Casablanca et destiné à couvrir le risque de liquidation induit par le coût de liquidation des positions d'une société de bourse en défaut de paiement ou de livraison. Toutes les sociétés de bourse sont tenues de contribuer à ce fonds selon des niveaux fixés par la Bourse de Casablanca sur la base de leur activité historique. Les dépôts sont rémunérés par la bourse et une mise à jour des quotes-parts des participants est prévue chaque semestre.

Convention de compte titres

Convention établie à l'occasion de l'ouverture d'un compte titres auprès d'un intermédiaire financier habilité. Elle définit les relations, droits et obligations respectifs du teneur de comptes et de son client. Toute convention doit être signée par chaque titulaire de compte titres. Sont précisés notamment dans cette convention les modalités de transmission des instructions par le client, le traitement des opérations sur titres, l'information donnée aux titulaires et les conditions de rémunération des prestations assurées par le teneur de comptes.

Cotation directe

Procédure de première cotation qui consiste à mettre à la disposition des souscripteurs une quantité de titres selon les mêmes conditions de négociation habituelles.

Cotation en pourcentage

Fixation des cours en pourcentage du nominal. Cette pratique est utilisée principalement sur le marché des obligations.

Coupon

Terme qui désigne les dividendes versés aux actionnaires ou les intérêts payés aux porteurs de titres de créance.

Coupon couru

Désigne la fraction des intérêts courus jusqu'à une date donnée. Il est obtenu en multipliant le taux d'intérêt nominal par le nombre de jours courus depuis le dernier versement (dernière date anniversaire) rapporté au nombre de jours de l'année.

Cours

Prix ou valeur de marché d'une valeur mobilière résultant de la confrontation de l'offre et de la demande sur le marché. Dépendamment du mode de cotation, le cours peut résulter de la confrontation générale des ordres de bourse à un instant donné (fixing) ou des exécutions individuelles enregistrées pendant une séance (continu).

Cours ajusté

Prise en charge d'une opération sur titres dans le cours de référence d'une action. Par exemple, le jour du détachement d'un dividende le cours de référence est ajusté du montant du dividende payé : $CR = \text{cours de clôture de la veille} - \text{le montant du dividende}$.

Cours de clôture

Dernier cours traité lors de la séance de bourse. Pour les valeurs cotées en continu, le cours de clôture est dégagé d'un fixing de clôture organisé juste avant la fermeture du marché. Le cours de clôture sert notamment à calculer les indices et à valoriser les portefeuilles d'actions.

Cours de référence

C'est le cours de clôture de la séance précédente. Le cours de référence permet notamment de fixer les seuils maximum et minimum de négociation du jour.

Cours d'ouverture

C'est le premier cours coté de la journée qui résulte de la confrontation générale des ordres.

Cac 40

L'un des indices retraçant l'activité de la Bourse de Paris. Créé en 1988 l'indice CAC 40 (Cotisation Assistée en Continu) est composé des 40 valeurs les plus représentatives de la place parisienne.

Capital social

Couramment appelé « capital », le capital social est l'ensemble des richesses apportées à l'entreprise par ses associés. Il est à la valeur nominale de chacune des actions de l'entreprise, multiplié par leur nombre.

Capitalisation boursière

Elle s'obtient en multipliant le nombre de titres composant le capital d'une société par leur cours à la Bourse : elle exprime donc, à une date donnée, la valeur que la Bourse attribue à une société. La capitalisation boursière de la place financière de Casablanca correspond à la somme des capitalisations boursières des sociétés cotées.

Cession directe

Elle consiste en une transaction qui porte sur des actions cotées à la Bourse de Casablanca, mais négociée en dehors du marché officiel. La cession directe est supprimée au profit du marché de blocs.

CFG 25

L'un des indices retraçant l'activité de la Bourse de Casablanca. L'indice CFG 25 (Casablanca Finance Group) est composé de 25 valeurs de la place, sélectionnées sur 25 valeurs de la place, sélectionnées sur des critères de liquidité, de capitalisation boursière et de représentativité du tissu économique marocain.

Chiffre d'affaires (CA)

Somme des ventes de biens et de services produits par l'entreprise pendant une période donnée.

Commissaire aux comptes

Expert-comptable, membre de l'Ordre, chargé de vérifier et de certifier les comptes d'une société par actions, et de présenter un rapport aux actionnaires.

Comptant

Un marché est dit « au comptant » lorsque les transactions donnent lieu à règlement immédiat. C'est le cas du marché de Casablanca.

Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM)

Autorité de marché, chargée de surveiller le bon fonctionnement du marché et de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières.

Contrepartie

Cela consiste, pour une Société de Bourse, à acheter ou vendre des titres pour son propre compte.

Corbeille

Lieu central de la Bourse de Casablanca où les commis négociateurs des Sociétés de Bourse, exécutent les ordres de leur clientèle.

Cotation

Détermination du cours d'un titre de Bourse, en fonction de l'offre et de la demande.

Cote

Représente l'ensemble des titres négociés sur la Bourse de Casablanca, et leurs cours. Elle fait l'objet d'une publication officielle.

Cours

Prix auquel s'échange une valeur mobilière, à un moment donné, sur le marché boursier. Le cours résulte de la confrontation de l'offre et de la demande, et fait l'objet d'un enregistrement à la cote.

Créances

Elles représentent un droit de l'entreprise à obtenir à son profit le versement de sommes qui lui sont dues. Les créances figurent à l'actif du bilan.

Criée

Technique de cotation boursière dans laquelle les intermédiaires annoncent oralement et gestuellement leurs demandes d'achat ou de vente par rapport au cours d'une valeur. Le coteur modifie le cours de la valeur jusqu'à équilibre des demandes d'achat et de vente.



Délai de place

Nombre de jours ouvrés qui sépare la date de négociation de la date de dénouement. Au Maroc le délai de place est de j+3.

Délit de diffusion d'informations fausses et trompeuses

Ce délit est constitué lorsqu'une personne aura intentionnellement répandu dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, de nature à agir sur les cours ou, de manière générale, à induire autrui en erreur

Délit de manipulation de cours

Comportement frauduleux par lequel une personne, directement ou par personne interposée, exerce sciemment ou tente d'exercer sur le marché d'une valeur mobilière une manœuvre ayant pour objet d'agir sur les cours ou, de manière générale, d'entraver le fonctionnement régulier du marché en induisant autrui en erreur.

Délit d'initié

Le délit d'initié résulte d'une opération qui se traduit par une rupture d'égalité des investisseurs face à l'information et qui institue un privilège pour une certaine catégorie d'investisseurs dits "initiés". Ainsi, toute personne disposant, dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions, d'informations privilégiées et qui les aura utilisées pour réaliser ou permettre sciemment de réaliser sur le marché, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations, est coupable de délit d'initié.

Délits boursiers

Les délits boursiers sont des infractions à la loi, des délits correctionnels, des comportements ou manœuvres frauduleuses menaçant la sécurité, l'intégrité et le bon fonctionnement des marchés qui viennent en renfort des infractions prévues par les textes de droit pénal commun. Ces délits sont prévus par la loi, qui prévoit également la sanction applicable. Ces délits mettent en jeu la responsabilité pénale de leurs auteurs et sont sanctionnés par des peines d'emprisonnement et/ou des sanctions pécuniaires. Les principaux délits boursiers sont au nombre de trois. Le délit d'initié, la manipulation de cours, la diffusion d'informations fausses et trompeuses. S'ajoutent à ces trois principaux délits boursiers, le délit d'entrave, le délit de non déclaration de franchissement de seuil, les délits de non-respect des dispositions légales relatives à l'appel public à l'épargne ou aux offres publiques, etc. Contenus dans les différents textes du marché boursier applicables.

Dématérialisation

Suppression de la représentation physique des titres, qui autrefois étaient matérialisées par un papier, et son remplacement par une inscription en compte chez un intermédiaire financier habilité. Tous les titres cotés à la bourse des valeurs sont dématérialisés et les flux de livraison – réception des titres, consécutivement aux transactions en bourse, font l'objet uniquement de jeux d'écritures comptables.

Dépositaire central Maroclear

Société anonyme, seule compétente pour assurer la conservation des valeurs mobilières admises à ses opérations, en faciliter la circulation et en simplifier l'administration pour le compte de ses affiliés.

Dépositaire central

Société anonyme chargée d'une mission publique consistant à assurer à ses affiliés la gestion comptable des titres et à administrer le processus de dénouement des opérations réalisées sur les marchés financiers.

Deuxième ligne

Désigne la ligne de cotation réservée aux actions émises avec une différence de jouissance. Lors d'une augmentation de capital l'émetteur peut décider que les actions nouvellement créées ne donnent pas droit au dividende non encore versé, totalement ou partiellement. Les actions seront alors cotées en deux lignes différentes : la première ligne pour les titres anciens (donnant droit au dividende non encore versé) et la deuxième ligne pour les titres nouveaux. Une fois le dividende objet de la différence de jouissance payé, les deux lignes sont assimilées en une seule ligne de cotation.

Diffusion (dans le public)

Action de proposer par une campagne de communication ou par des actions de démarchage, les titres offerts à un public potentiel répondant aux conditions ou caractéristiques précisées dans la note d'information.

Dilution (effet de)

Désigne la situation d'un actionnaire qui accuse une baisse relative de sa part dans le capital d'une société, induite par la création d'actions nouvelles par une augmentation de capital à laquelle il n'a pas participé.

Dividende

Fraction des bénéfices distribués aux actionnaires.

Division ou "SPLIT"

Opération qui consiste à diviser la valeur nominale du titre en augmentant dans les mêmes proportions le nombre de titres composant le capital. Un actionnaire qui détient 100 titres d'une valeur nominale de 500, obtient 500 titres d'une valeur nominale de 100 dans le cas d'un SPLIT par 5. La division de la valeur nominale d'un titre entraîne un ajustement de son cours en bourse, qui va baisser en conséquence, ce qui peut améliorer la liquidité du titre en le rendant plus accessible au public.

Donneur d'ordres

Personne physique ou morale qui adresse un ordre d'achat ou de vente sur des valeurs mobilières en vue de son exécution sur le marché.

Droit de souscription

Titre émis lors d'une augmentation de capital en numéraire et qui accorde la priorité de souscription aux titres nouvellement émis aux actionnaires détenteurs du droit de souscription. En souscrivant, l'actionnaire peut ainsi maintenir à un niveau identique le pourcentage du capital qu'il détient, avant et après l'augmentation. Si l'actionnaire ne souhaite pas participer à l'opération d'augmentation de capital, il peut céder son droit sur le marché lorsque le titre est coté en bourse. Seulement, il faut savoir que la période de cotation du droit de souscription est limitée (quelques semaines en général) et qu'au-delà, un droit invendu et non exercé n'a plus de aucune valeur pour son détenteur.

Dax 30

Principal indice de la Bourse de Francfort. Il est composé des 30 valeurs les plus représentatives de cette place financière.

Déontologie

Ensemble de règles et de devoirs liés à un secteur d'activité ou à l'exercice d'une profession.

Dépositaire

Etablissement appelé à jouer un rôle de centralisation de toutes les transactions effectuées par les Sociétés de Bourse. Sa création est prévue au cours de l'année 1997. Son rôle sera similaire, avec certaines nuances, à celui de Bank Al Maghrib par rapport aux différentes banques.

Dividende

Part du bénéfice d'une société de capitaux attribuée à chaque actionnaire. Le montant et la date de versement du dividende sont fixés lors de l'assemblée générale ordinaire.

Dow Jones

L'un des indices de la Bourse de New York du même nom que l'agence d'information économique et financière qui l'a inventé. Il est composé de trente valeurs.

Droit d'attribution

Droit négociable à la Bourse attaché à une action, qui peut être exercé à l'occasion d'une augmentation de capital par attribution gratuite d'actions.

Droit de souscription

Droit négociable attaché à une action, qui donne à son détenteur la priorité de souscription aux actions nouvelles émises dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire.



Etanchéité des émissions

Le Dépositaire central enregistre dans sa comptabilité l'intégralité des titres composant chaque émission de valeurs admises à ses opérations. La contrepartie de chaque émission de valeurs admises à ses opérations figure dans sa comptabilité au crédit des comptes courants ouverts à ses affiliés pour la valeur en question. Le solde créditeur de ces comptes courants doit, à tout moment, correspondre au total des titres inscrits en compte auprès des teneurs de comptes au nom des titulaires.

Epargnant

Personne dont les revenus excèdent les dépenses. Cet écart positif peut être utilisé en placements boursiers, sous différentes formes (actions, obligations, OPCVM....).

Etat des soldes de gestion

Les soldes intermédiaires de gestion permettent la détermination en cascade du résultat net de l'entreprise, en dégagant des marges qui permettent de juger des différentes fonctions de l'entreprise (fonction « approvisionnements », fonction « ventes », direction financière, etc.).

Exercice

Période à l'issue de laquelle l'entreprise arrête ses comptes. L'exercice correspond à un cycle d'exploitation, et coïncide généralement avec l'année civile.



Flottant

Partie du capital d'une société cotée potentiellement disponible sur le marché et susceptible de faire l'objet d'échange de façon régulière.

Fond commun de placement

Copropriété de valeurs mobilières et de liquidités, dont les parts sont émises et rachetées à tout moment à la demande de tout souscripteur ou porteur de part, à un prix déterminé.

Fonds de garantie

Fonds alimenté par les sociétés de bourse destiné à indemniser la clientèle des sociétés de bourse mises en liquidation. Cette indemnisation est limitée à 200 000 dirhams par client, personne physique ou morale, à concurrence d'un montant global par société de bourse ne dépassant pas 30 millions de dirhams. Le fonds est géré par le CDVM selon des modalités fixées par le ministre chargé des finances.

Fourchette

Ecart de prix affiché à l'achat et à la vente sur la feuille de marché d'un titre.

Franchissement de seuils

Acquisition ou cession de titres par un ou plusieurs investisseurs, déclenchant le franchissement de seuil de détention en pourcentage du capital. Le franchissement de certains seuils (5%, 10%, 20%, un tiers, la moitié, les deux tiers) entraîne une obligation d'information.

Front Office

Structure d'une salle de marché chargée de l'exécution des ordres sur le marché.

Fonds Commun de Placement (FCP)

L'un des deux types d'OPCVM. Le fonds Commun de Placement est une copropriété de valeurs mobilières sans existence juridique. La valeur de chaque part d'un FCP une fraction de l'actif net total.

Footsie

Créé à l'initiative du Financial Times, en 1984, c'est le principal indice de la Bourse de Londres. Ses initiales FT qualifient différents indices : FT 30 (30 valeurs), FT 100 (100 valeurs).



Hors cote

Compartiment de la Bourse où sont traités les titres des sociétés ne remplissant pas les conditions pour être admises au marché officiel.



IFRS (normes)

Règles comptables internationales adoptant un nouveau référentiel comptable. L'objectif des changements prévus est d'apporter une meilleure qualité dans l'information comptable fournie par les émetteurs et de faciliter la comparaison entre les sociétés internationales qui appliquent lesdites normes. Les règles IFRS (International Financial Reporting Standards) intègrent plusieurs nouveautés dans la façon de traduire la réalité dans les écritures comptables (généralisation de la notion du juste valeur dans la valorisation des actifs et passifs, primauté de la substance sur la forme etc.) et se généralisent progressivement dans le monde.

Indice boursier

Indicateur statistique qui permet de mesurer de façon synthétique la performance d'un marché boursier ou d'un secteur (indice sectoriel). Les principaux paramètres d'un indice sont : son mode de calcul (capitalisation, moyenne des cours etc.), son échantillon (toutes les valeurs ou un échantillon de valeurs) et sa date de référence (date à partir de laquelle démarre le calcul de l'indice).

Information importante

Tout fait ou information concernant l'organisation, la situation commerciale, technique ou financière d'une personne morale faisant appel public à l'épargne et qui peut avoir une influence significative sur les cours en bourse de ses titres ou une incidence sur le patrimoine des porteurs de titre.

Information privilégiée

Toute information relative à la marche technique, commerciale ou financière d'un émetteur ou aux perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, encore inconnue du public et susceptible d'affecter la décision d'un investisseur.

Intermédiaires financiers

Sont considérés comme des intermédiaires financiers Bank Al-Maghrib, la Trésorerie générale du Royaume, les banques, les sociétés de financement, les sociétés de bourse, la société gestionnaire de la bourse des valeurs, la Caisse de dépôt et de gestion, les établissements dépositaires d'OPCVM ainsi que les organismes ayant pour objet le dépôt, le crédit, la garantie ou la gestion de fonds et figurant sur une liste arrêtée par le ministre chargé des finances.

Investisseurs institutionnels

Personnes morales qui placent régulièrement une partie des fonds collectés dans les marchés financiers. Il s'agit notamment des compagnies d'assurance, caisses de retraite, fonds communs de placement et de la CDG.

IPO (Initial Public Offering)

Expression anglophone qui désigner une introduction en bourse.

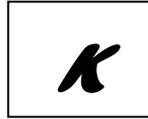
Indice

Un indice boursier est une mesure de l'évolution du marché, généralement fondée sur une sélection de valeurs.

Le délit d'Initié

Personne qui, dispose dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'informations dites privilégiées, les utilise pour réaliser ou permettre sciemment de réaliser sur le marché, soit directement soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations de Bourse.

On entend par information privilégiée toute information relative à la marche technique, commerciale ou financière d'un émetteur ou aux perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, encore inconnue du public et susceptible d'affecter la décision d'un investisseur. L'utilisation d'informations privilégiées constitue le délit d'initié.



Krach

Effondrement brutal des cours boursiers, le krach survenu à la Bourse de New York en 1929 constitue le plus grand Krach boursier à ce jour.



Liquidité

Faculté d'un titre à pouvoir être échangé facilement sur le marché, sur des quantités importantes et sans provoquer un déséquilibre sur le marché. La Bourse de Casablanca fixe le mode de cotation (fixing, continu) appliqué à chaque valeur selon son niveau de liquidité. Ainsi, chaque semestre la bourse fixe la liste des valeurs liquides (cotées en continu) et des valeurs moyennement liquides (cotées en multi-fixing) sur la base de plusieurs critères de liquidité : le volume historique, exprimé en dirhams et en quantités de titres, le nombre de séances où la valeur a été traitée, le nombre de contrats échangés et la capitalisation flottante.

Liquidation

Règlement définitif des comptes d'une société. Elle se traduit par la vente des actifs et si possible, le remboursement des créanciers, s'il reste un solde positif, il est réparti entre les actionnaires.

Liquidité

La qualité d'un titre, c'est sa faculté de pouvoir être acheté ou vendu facilement.

Liquidités (les)

Ce sont les valeurs réalisables, c'est-à-dire rapidement monnayables, et les valeurs disponibles.



MADEX (Moroccan Most Active Shares Index)

Indice sélectif de la Bourse de Casablanca regroupant les valeurs cotées en continu. C'est un indice calculé sur la base de la capitalisation flottante et ayant base 1000 au 31/12/1991.

Marché central

Marché sur lequel sont confrontés les ordres d'achat et de vente portant sur valeurs cotées à la bourse des valeurs. Il adopte le modèle d'un marché centralisé et gouverné par les ordres, qui consiste à acheminer tous les flux d'ordres vers une même feuille de marché afin de faciliter la liquidité des titres et d'optimiser les conditions de réalisation des transactions.

Marché de blocs

Marché qui permet d'enregistrer des transactions réalisées par entente directe. Il s'apparente aux marchés de gré à gré car la négociation s'effectue par accord bilatéral sans passer par la feuille du marché central, sans qu'il ne soit pour autant un marché libre. Une opération pour être déclarée sur ce marché doit respecter deux conditions : la quantité de titres doit être supérieure à une taille minimale fixée par la bourse (Taille Minimum de Blocs), et le cours de la transaction doit appartenir à une fourchette de course fixée par la bourse sur la base des conditions du marché central.

Marché de croissance

Appellation commerciale pour désigner le troisième compartiment de la bourse.

Marché de développement

Appellation commerciale pour désigner le second compartiment de la bourse.

Marché principal

Appellation commerciale pour désigner le premier compartiment de la bourse.

Marché Réglementé

Marché dont le fonctionnement est régi par une réglementation spécifiant notamment les conditions d'accès, les règles d'admission et de séjour à la cote, l'organisation des transactions. Marché d'instruments financiers garantissant le fonctionnement régulier des négociations.

MASI (Moroccan All Shares Index)

Indice de la Bourse de Casablanca regroupant l'ensemble des actions cotées. C'est un indice calculé sur la base de la capitalisation flottante et ayant pour base 1000 au 31/12/1991.

Mode de cotation

Méthode utilisée pour organiser la confrontation des ordres d'achat et de vente en bourse. Il comprend les critères d'ordonnancement des ordres (règles de priorité), les algorithmes de fixation des cours et les critères de détermination des transactions. Dans le système de cotation électronique en vigueur à la Bourse de Casablanca trois modes de cotation sont utilisés : le fixing, le multi-fixing et le continu.

Multi-fixing

Mode de cotation qui consiste à reproduire un fixing plusieurs fois par jour.

Muraille de Chine

Expression symbolique qui désigne un dispositif et des procédures de contrôle ayant pour objet principal de prévenir les situations de conflits d'intérêts induits par la circulation indues d'informations privilégiées ou confidentielles. Par exemple, l'obligation de séparer certains métiers au sein d'une société de bourse : gestion sous mandat et contrepartie.

Marché officiel

L'ensemble des transactions qui se négocient à la Bourse (à la corbeille), et font l'objet d'un enregistrement à la cote, constitue le marché officiel. Le marché officiel est supprimé au profit du marché central.

Marché primaire

C'est le compartiment de la Bourse où se réalisent les émissions d'actions ou d'obligations des entreprises.

Marché secondaire

L'ensemble des transactions portant sur des valeurs mobilières en circulation, donc après émission, constitue le marché secondaire.



Nikkei

L'un des indices de la Bourse de Tokyo. Créé au lendemain de la seconde guerre mondiale par le quotidien Nihon Keizai et le groupe de presse américain Dow Jones, l'indice Nikkei est composé de 225 valeurs.

Nominatif

Un titre est dit nominatif lorsque son détenteur est identifié auprès de l'organisme émetteur.



Obligation convertible en actions

Titre de créance représentant la part d'un emprunt émis par des sociétés privées et qui confère à son détenteur un intérêt et une option (facultative) d'échanger les obligations par des actions de l'émetteur, selon une parité préalablement fixée. L'OCA est négociable et peut être cotée en bourse.

Obligation remboursable en actions

Tire de créance représentant la part d'un emprunt mais qui a la particularité d'être obligatoirement remboursé à l'échéance par remise d'actions de l'émetteur. L'ORA est négociable et peut être cotée en bourse.

Obligation

Titre de créance représentant la part d'un emprunt émis par les entreprises privées, les collectivités locales, l'Etat ou certains établissements publics. L'obligation confère à son détenteur un intérêt, fixe ou révisable, et permet à son émetteur de se financer par endettement à moyen et long terme. Les obligations sont négociables et peuvent être cotées en bourse.

Offre à prix ferme (OPF)

Procédure de première cotation qui consiste à mettre à la disposition du public une quantité de titres à un prix ferme. Les ordres présentés par les souscripteurs renseignent la quantité désirée et sont obligatoirement stipulés à ce prix.

Offre à prix minimal (OPM)

Procédure de première cotation qui consiste à mettre à la disposition du public une quantité de titres en fixant un prix minimal de vente. Les ordres présentés par les souscripteurs renseignent la quantité désirée et sont stipulés à ce prix minimum ou à un prix supérieur.

Offre à prix ouvert (OPO)

Procédure de première cotation qui consiste à mettre à la disposition du public une quantité de titres en fixant une fourchette de prix. Les ordres présentés par les souscripteurs sont stipulés, selon les modalités prévues pour l'opération d'introduction, soit en exprimant la quantité désirée et un prix appartenant à la fourchette, soit en exprimant un montant en dirhams et la quantité demandée sera déduite postérieurement en rapportant ledit montant sur le cours d'introduction finalement retenu.

Offre publique d'achat obligatoire

Le dépôt d'une OPA est obligatoire quand une personne physique ou morale vient à détenir, directement ou indirectement, 40% des droits de vote d'une société dont les titres sont inscrits à la cote. Le CDVM peut néanmoins accorder à la personne qui en fait la demande une dérogation au dépôt de l'OPA lorsque le seuil franchi ne remet pas en cause le contrôle de la société concernée.

Offre publique d'achat (OPA)

Procédure qui permet à une personne physique ou morale de faire connaître publiquement qu'elle se propose d'acquérir, contre rémunération en numéraire, les titres donnant accès au capital ou aux droits de vote d'une société inscrite à la cote.

Offre publique de retrait (OPR)

Procédure qui permet aux personnes physiques ou morales, détenant, seules ou de concert, la majorité des droits de vote d'une société dont les titres sont inscrits à la cote, de faire connaître publiquement qu'elles se proposent de racheter les titres de ladite société, afin de permettre aux actionnaires n'appartenant pas à la majorité de se retirer du capital social de ladite société.

Offre publique de retrait obligatoire

Le dépôt d'une offre publique de retrait est obligatoire dans trois cas de figure : • Quand une ou plusieurs personnes physiques ou morales viennent à détenir, directement ou indirectement 95% des droits de vote d'une société dont les titres sont inscrits à la cote de la bourse des valeurs ; • Imposé par le CDVM si une

demande est formulée par un groupe de détenteurs de titres de capital ne faisant pas partie de la majorité et sous réserve que les personnes détenant la majorité aient convoqué une assemblée générale extraordinaire visant à approuver une résolution importante (changement des statuts, fusion absorption par une autre société, suppression de paiement de dividende pendant plusieurs exercices etc.) ;

- Précédemment au déclenchement du processus de radiation d'un émetteur dont les titres seront retirés de la cote.

Offre publique de vente (OPV)

Anciennement utilisée pour qualifier une introduction en bourse à prix ferme, l'OPV fait actuellement partie de la panoplie des offres publiques sur titres cotés. C'est la procédure qui permet à une personne physique ou morale de faire connaître publiquement qu'elle se propose de vendre les titres donnant accès au capital ou aux droits de vote d'une société inscrite à la cote.

Offre publique d'échange (OPE)

Procédure qui permet à une personne physique ou morale de faire connaître publiquement qu'elle se propose d'acquérir, par échange de titres, les titres donnant accès au capital ou aux droits de vote d'une société inscrite à la cote.

Offre publique mixte

Offre publique comportant un règlement partiel en titres avec soulte en espèces.

Offre publique

Procédure qui permet à une personne physique ou morale de faire connaître publiquement qu'elle se propose d'acquérir, d'échanger ou de vendre tout ou partie des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote d'une société inscrite à la cote. Une offre publique peut être, selon les cas, volontaire ou obligatoire.

Opération sur titres (OST)

Désigne tout événement qui intervient pendant la vie d'un titre et qui affecte les droits rattachés à ce titre. Sont notamment considérées comme opération sur titres : le paiement des dividendes, le paiement d'intérêts, le détachement d'un droit (de souscription ou d'attribution) et tout autre opération susceptible d'avoir une incidence sur le nombre de titres composant le capital de la société.

Ordre à déclenchement

Ordre qui permet à son utilisateur d'acheter dès l'instant que le marché traite à un cours supérieur ou égal au cours qu'il a stipulé, ou de vendre dès l'instant que le marché traite à un cours inférieur ou égal au cours stipulé. Il existe deux types d'ordre à déclenchement :

- Les ordres "A seuil de déclenchement" ne comportent qu'une limite à partir de laquelle ils sont déclenchés
- Les ordres "A plage de déclenchement" comportent une deuxième limite qui fixe le maximum à ne pas dépasser en cas d'achat, et le minimum en cas de vente.

Ordre de bourse

Désigne l'instruction donnée par le client à son dépositaire ou à son intermédiaire d'acheter ou de vendre pour lui des valeurs mobilières. Pour son exécution, il doit comporter une série de mentions : la valeur, le prix, la quantité et la validité. L'ordre de bourse peut être matérialisé par une fiche, adressé par routage électronique ou donné par téléphone. Quelque soit son moyen d'envoi, la société de bourse est tenue d'horodater tous les ordres de bourse reçus et de les présenter au marché avec diligence.

Obligation

Valeur mobilière représentative d'un emprunt émis par une personne morale. L'obligation est une créance qui confère à son détenteur le droit à la perception d'un intérêt dont le taux est fixé à l'origine, et au remboursement du principal à échéance convenue.

Offre Publique d'Achat (OPA)

L'offre Publique d'Achat est une procédure qui permet à une personne physique ou morale de faire connaître publiquement qu'elle se propose d'acquérir tout ou partie des titres d'une société cotée.

L'OPA doit être lancée non seulement sur les actions mais aussi sur les titres donnant accès au capital (obligations convertibles, bons de souscription d'actions).

Généralement, l'objectif d'une OPA consiste à accroître des parts de marché, renforcer un réseau de distribution, compléter une activité, etc.

Le plus souvent, son déclenchement constitue une bonne affaire pour les actionnaires minoritaires, car l'offre est souvent assortie d'une « prime de contrôle par rapport au cours de Bourse.

OPCVM

Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) ont pour objet la gestion de portefeuilles de titres et de liquidités. Il en existe deux types : les SICAV (Sociétés d'Investissement à Capital Variable), et les FCP (Fonds Communs de Placement).

Ordre de Bourse

Un ordre de Bourse, c'est l'instruction donnée à un intermédiaire par un investisseur (le donneur d'ordre) afin d'acheter ou de vendre des titres cotés. Il existe deux types principaux d'ordres de Bourse : l'ordre au mieux, et l'ordre à cours limité.



Pas de cotation

Variation minimale de cours possible pour exprimer un prix à l'achat ou à la vente d'un titre donné. Le pas de cotation est fixé en fonction de l'intervalle de cours dans lequel se trouve la valeur. Par exemple, le pas de cotation d'une valeur dont le cours est supérieur à 500 dirhams est 1 dirham.

Pay-out

Part du bénéfice réalisé, exprimée en pourcentage, qu'une société distribue à ses actionnaires sous forme de dividendes. Plus ce ratio est élevé, plus la société est généreuse à l'égard de ses actionnaires. Mais un ratio faible n'est pas forcément un signe négatif pour les actionnaires. Il peut signifier, en effet, que la société privilégie les investissements.

Placement

Un placement consiste en la recherche par un intermédiaire des souscripteurs potentiels pour le compte d'un initiateur dans le cadre d'une opération financière, et la collecte des ordres à cet effet. Cette recherche suppose une démarche de communication pour susciter l'intérêt des souscripteurs potentiels, notamment par voie de publicité ou de démarchage.

Placement garanti

Un placement garanti ou, placement assorti d'une garantie de bonne fin, consiste en la recherche, par un intermédiaire, de souscripteurs pour le compte d'un initiateur, l'intermédiaire garantissant à l'initiateur un montant minimal de souscriptions en s'engageant à souscrire lui-même les titres non placés. La bonne fin d'un placement peut être garantie totalement ou partiellement par un ou plusieurs intermédiaires.

Price earning ratio (PER)

Appelé aussi multiple de capitalisation des bénéfices, le PER s'obtient en rapportant le cours de bourse de l'action sur son bénéfice net par action. Cet indicateur permet de se faire une idée sommaire sur la cherté d'une action ou d'une place et de faciliter la comparaison entre les valeurs et/ou les places de cotation. Largement utilisé, le PER n'est souvent pas suffisant à lui seul pour baser une décision d'investissement qui nécessite la conjonction de plusieurs paramètres.

Prime de risque

Elle traduit le différentiel de rendement qui compense ou rémunère la prise de risque associé à un investissement plus risqué. Par exemple le différentiel de taux

entre une obligation émise par l'Etat et une obligation émise par une entreprise privée.

Prise ferme

La prise ferme consiste pour tout intermédiaire financier à acheter directement à l'émetteur à un prix convenu la totalité ou une partie des titres objets de l'opération en vue de leur placement ultérieur auprès de clients. L'acquisition par l'intermédiaire fait l'objet d'un enregistrement auprès de la Bourse des valeurs

Public

Ensemble de personnes physiques ou morales résidentes au Maroc, d'un nombre minimum de 3000 personnes, regroupant l'ensemble des souscripteurs qui répondent potentiellement aux conditions ou caractéristiques posées par la note d'information.

Plus-value

La plus-value représente le gain obtenu par actionnaire lors de la vente d'une valeur mobilière, et mesure l'écart entre le prix d'achat et le prix de vente afin de régulariser son cours. Cette action est encadrée par des dispositions légales et réglementaires qui imposent à la société de définir et publier les caractéristiques de son programme d'achat (période, conditions de course etc.) et d'obtenir, préalablement, l'accord du CDVM à travers le visa d'une notice d'information produite et publiée à cet effet. Une autre forme consiste à racheter par l'émetteur ses propres actions afin de rembourser ses actionnaires et de réduire le capital.



Quitus

L'assemblée générale est seule habilitée à donner quitus de la gestion d'un administrateur. Il en est de même pour le contrôle exercé par les commissaires aux comptes.

Quorum

Désigne la part minimum du capital social qui doit être réunie afin de tenir une assemblée générale.



Rachat (OPCVM)

Les OPCVM sont tenus de racheter, au moins une fois par semaine, les parts ou actions des souscripteurs qui le souhaitent. Ces rachats sont effectués sur la base d'un prix fixé par le marché : la valeur liquidative.

Rendement

C'est la rémunération d'une valeur mobilière rapportée à son prix. Pour les actions, il s'agit donc du rapport entre le dividende versé et le cours de l'action.

Radiation

C'est le retrait d'une valeur mobilière de la cote à l'initiative de l'émetteur; ou à la demande de la Société Gestionnaire, en raison du non respect des conditions de séjour à la cote ou par manque de liquidité ; ou à la demande du CDVM en cas de non respect des dispositions légales et réglementaires régissant les émetteurs. Dans tout les cas, la radiation d'un émetteur de la cote est obligatoirement précédée par le dépôt d'une offre publique de retrait par les actionnaires majoritaires.

Regroupement d'actions

Opération sur titres qui consiste élever la valeur nominale des actions en divisant dans les mêmes proportions le nombre d'actions. Un actionnaire qui détient 200 actions de nominal 50 obtient 100 actions de nominal 100 en cas d'un regroupement par 2. Le regroupement d'actions entraîne un ajustement du cours de la valeur en bourse.

Réservation de cours

Mécanisme qui permet d'encadrer la volatilité des cours des valeurs cotées en bourse se traduisant par une interruption momentanée de la cotation d'un titre. Un arrêt des exécutions des transactions survient chaque fois que le cours d'une transaction est susceptible de franchir le seuil de variation maximale autorisée par la bourse.



Ségrégation des avoirs

Les teneurs de comptes, personnes morales émettrices et intermédiaires financiers habilités, sont tenus d'ouvrir des comptes courants de titres auprès du Dépositaire central. Pour chaque valeur, les intermédiaires financiers habilités doivent obligatoirement ouvrir des comptes courants distincts pour leurs avoirs propres et les avoirs de leur clientèle.

Seuil de variation

Taux de variation maximale que peut connaître un cours traité pendant une même séance de bourse. Il est appliqué sur le cours de référence du jour pour déterminer les seuils à ne pas franchir. Actuellement la Bourse de Casablanca applique un seuil de 6% pour les actions et 2% pour les obligations. Pour les valeurs nouvellement inscrites à la cote, le seuil est placé à 10% pendant les premières 5 séances de bourse. Exemple : pour une valeur qui à un cours de référence de 100, les seuils maximum (seuil haut) et minimum (seuil bas) seront fixés à 106 et 94. Les transactions ne peuvent, en conséquence, être réalisées qu'à des cours appartenant à cette fourchette.

Souscripteur

Toute personne physique ou morale qui donne à un intermédiaire un ordre de souscription, d'acquisition ou de cession portant sur des titres, proposés dans le cadre d'une opération financière.

Sur-allocation

Communément appelée « Green-shoe », la sur-allocation est un mécanisme parfois utilisé en tant que mode de régularisation de cours lors des opérations d'introduction en bourse. Il s'agit d'option d'achat consentie en faveur du syndicat de placement lui permettant d'acquérir auprès de l'initiateur un certain nombre d'actions supplémentaires, au prix de l'offre, afin de couvrir une demande excédentaire de titres.

Suspens

Désigne toute opération réalisée en bourse et non dénouée dans le délai de place.

Suspension

La suspension de la cotation d'une valeur consiste à arrêter momentanément la confrontation des ordres sur un titre et la réalisation des transactions. Lorsqu'une valeur est suspendue il n'est plus possible d'introduire des ordres sur ladite valeur, de modifier ou d'annuler ceux déjà présents sur la feuille de marché ou de réaliser des transactions. La suspension est en générale exigée par

le CDVM lorsqu'un émetteur est en phase d'annonce d'une information importante ou lors d'un dépôt d'un projet d'offre publique.

Syndicat de placement

Un groupe d'intermédiaires choisis par l'initiateur, chargés du placement des titres objet de l'opération financière envisagée. Un chef de file du syndicat de placement est désigné par l'initiateur parmi les intermédiaires choisis.

Second marché

Compartiment boursier dont les conditions d'accès pour les entreprises sont moins sévères que celles du marché principal. Le second marché est destiné à accueillir des entreprises de taille moyenne ou petite et permet ainsi à un plus grand nombre d'entreprises d'être cotées en Bourse.

Actuellement, le second marché n'existe pas à la Bourse de Casablanca, mais sa création est à l'étude.

SICAV (Société d'investissement à Capital Variable)

L'un des deux types d'OPCVM, les SICAV présentent la particularité que leur capital varie en fonction des entrées et sorties des actionnaires.

Sociétés de Bourse

Intermédiaire agréés par le CDVM, seuls habilités à passer des ordres en Bourse.

Société de la Bourse des Valeurs de Casablanca (SBVC)

Société gestionnaire de la Bourse de Casablanca.

Société de portefeuille

Société dont l'activité unique est de gérer un portefeuille de valeurs mobilières. La valeur des actifs détenus par une société de portefeuille constitue son principal critère d'évaluation.

Société Financière Internationale (SFI)

Filiale de la Banque Mondiale, la SFI a pour vocation de participer au financement des entreprises privées des pays en voie de développement.

Souscription (OPCVM)

Achat par un investisseur – le souscripteur – d'une part de FCP ou d'une action de SICAV.



Taille minimum de blocs

Quantité minimale de titres exigée pour qu'une transaction soit éligible au marché de blocs. Elle est fixée par la Bourse de Casablanca pour chaque valeur sur la base du volume historique constaté sur les deux marchés, et révisée semestriellement.

Teneurs de comptes

Tout intermédiaire financier habilité et toute personne morale émettrice d'une des valeurs admises aux opérations du Dépositaire central.

Transfert direct

Opération consistant à transférer directement des valeurs mobilières cotées d'une personne à une autre et sans passer par l'un des marchés de la bourse. Les transferts directs n'impliquent pas de compensations pécuniaires et ne peuvent être réalisées qu'entre conjoints, ascendants et descendants directs au premier et second degré ou suite à une succession ou un legs. Les transferts directs doivent être déclarés à la Bourse de Casablanca dans les délais légaux.

Transfert entre compartiments

Annuellement, la Société Gestionnaire examine la conformité des émetteurs aux dispositions relatives aux conditions d'inscription à la cote (nombre de titres diffusés dans le public, montant des capitaux propres etc.) propres à chaque compartiment. En cas de non respect des critères, les titres de l'émetteur sont transférés vers un autre compartiment ou radiés de la cote.

Taux de distribution

Rapport entre les dividendes distribués et le bénéfice d'une entreprise.

Taux de liquidité

C'est une mesure de la liquidité d'un titre. Il s'obtient en rapportant le montant des transactions réalisées sur le titre soit aux transactions boursières globales du marché, soit à la capitalisation boursière du titre.

Transaction boursière

Opération d'achat et de vente de valeurs mobilières sur le marché boursier.

Trésorerie

Elle correspond essentiellement aux liquidités dont dispose l'entreprise en caisse et soldes créditeurs en banque d'une part (trésorerie actif), et aux soldes débiteurs en banque liés à des facilités financières (trésorerie passif).



Upline Securities Index (USI)

L'un des indices de la Bourse de Casablanca. Il mesure l'évolution de la performance des 10 valeurs les plus liquides du marché.



Valeur ajoutée

Elle exprime la richesse créée par l'entreprise, par différence entre la valeur de ses productions et celle de ses consommations.

Valeur liquidative (OPCVM)

Valeur d'achat ou de vente d'une part ou d'une action d'OPCVM. Elle est calculée de façon périodique.

Valeurs mobilières

Ce sont les titres émis par des personnes morales, publiques ou privées, donnant droit à une part du capital de l'émetteur (action), ou à une créance sur son patrimoine (obligation).

Volume de transactions

C'est une mesure de titres ou de capitaux échangés sur une Bourse. A la Bourse de Casablanca, ce calcul s'effectue en cumulant ventes et achats. Valeur mobilière : Titre financier négociable et fongible. Les deux grandes catégories des valeurs mobilières sont les titres de capital (actions) et les titres de créance (obligations). Sont en outre considérées comme valeurs mobilières assimilées,

les fonds communs de placement, les parts de fonds de placements collectifs en titrisation et les parts d'organismes de placement en capital risque.

Valeurs admises aux opérations du Dépositaire central

Sont soumises obligatoirement au régime général de l'inscription en compte auprès de Maroclear (pour signifier autrement « valeurs admises aux opérations du Dépositaire central ») les valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des Valeurs, les titres émis par le Trésor par voie d'appel à la concurrence, les actions des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), les parts des fonds communs de placement (FCP), les parts de fonds de placement collectifs en titrisation (FPCT), les parts ou actions d'organismes de placement en capital risque (FCPR), les titres de créances négociables (TCN) ainsi que toute valeur émise dans le cadre d'un appel public à l'épargne. En outre, sur demande de la personne morale émettrice et sous réserve de l'accord du Dépositaire central, les valeurs autres que celles mentionnées ci-dessus peuvent également être soumises au régime général de l'inscription en compte.

Validité

Indication apportée à l'ordre de bourse qui précise la durée pendant laquelle l'ordre reste valable dans la feuille de marché tant qu'il n'a pas reçu d'exécution (totalement ou partiellement). La validité est fixée par le donneur d'ordres et peut être d'un jour (ordre jour), jusqu'une date fixe (ordre à date limitée) ou de trente jours calendaires (ordre à révocation).



Wall Street

Nom de la Bourse de New York.

ANNEXES

**Dahir portant loi n° 1-93-212 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993)
Relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations
Exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne.
(Modifié et complété par la loi n° 23-01)**

**TITRE PREMIER
DU CONSEIL DEONTOLOGIQUE
DES VALEURS MOBILIERES**

Chapitre premier

Dénomination et missions

Article premier

Il est institué un établissement public dénommé Conseil déontologique des valeurs mobilières (C.D.V.M) chargé de s'assurer de la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières et de proposer à cette fin les mesures nécessaires.

A ce titre, le Conseil déontologique des valeurs mobilières contrôle que l'information devant être fournie, par les personnes morales appel public à l'épargne, aux porteurs de valeurs mobilières et au public est établie et diffusée

conformément aux lois et règlements en vigueur et s'assure de l'égalité traitement des porteurs de valeurs mobilières.

Il veille au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières et en particulier s'assure de l'équité, de la transparence et de l'intégrité de ces marchés. Il assiste le gouvernement dans l'exercice de ses attributions en matière de réglementation de ces marchés.

Article 2

Le C.D.V.M est doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière. Il est régi par les dispositions du présent dahir portant loi et des textes pris pour son application.

Article 3

Le C.D.V.M est soumis à la tutelle de l'Etat, laquelle a pour objet de faire respecter, par les organes du C. D. V. M, les dispositions du présent dahir portant loi, en particulier celles relatives aux missions imparties à cet organisme et, de manière générale, de veiller à l'application de la législation et de la réglementation concernant les établissements publics.

Article 4

Le C.D.V.M propose au gouvernement toute mesure permettant la mise en œuvre des dispositions du présent texte.

Article 4. – Le C.D.V.M s'assure que les personnes ou organismes faisant appel public à l'épargne respectent les dispositions légales et réglementaires qui leur sont applicables.

Il exerce en outre les attributions de contrôle qui lui sont dévolues par les législations en vigueur, et vérifie que les organismes ou personnes qui sont soumis à son contrôle respectent les dispositions légales et réglementaires les régissant, et notamment celles relatives :

– Aux sociétés de bourse et à la société gestionnaire de la Bourse des valeurs, régies par le dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des Valeurs ;

– Aux OPCVM, à leur établissement de gestion et à leur établissement dépositaire, régis par le dahir portant loi n° 1-93-213 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières ;

– Aux fonds de placements collectifs en titrisation, leur établissement gestionnaire-dépositaire et leur établissement initiateur, régis par la loi n° 10-98 relative à la titrisation de créances hypothécaires ;

– Au dépositaire central, aux teneurs de comptes et aux . . . morales émettrices, régis par la loi n° 35-96.

– Aux organismes de placement en capital risque et à leur société de gestion, régis par la législation relative aux organismes de placement en capital risque ;

– Aux personnes physiques ou morales soumises aux dispositions de la loi n° 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier ;

– Aux personnes qui, en raison de leurs activités professionnelles, apportent leur concours à des opérations sur valeurs mobilières, telles que mentionnée dans les différentes législations.

Le C.D.V.M peut leur demander communication de tous documents et renseignements nécessaires à l’accomplissement de sa mission. Il en détermine la liste, le modèle et les délais de transmission, conformément à la législation en vigueur.

Par ailleurs, le C.D.V.M donne son avis sur le règlement général de la Société gestionnaire de la Bourse des valeurs et sur celui du dépositaire central ainsi que sur toute modification ultérieure de ces règlements.

Le C.D.V.M peut proposer la suppression ou la modification des dispositions de toute législation ou réglementation régissant les personnes ou organismes visés au présent article.

Article 4-2 – Pour l'exécution de ses missions, le C.D.V.M peut édicter des circulaires qui s'appliquent aux divers organismes ou personnes qu'il est amené à contrôler, visés à l'article 4-1 ci-dessus. Ces circulaires fixent :

- Les règles de pratique professionnelle qui s'appliquent aux organismes et personnes précités, dans le cadre des relations entre eux, ainsi que dans le cadre de leurs relations avec les épargnants ;

- Les règles déontologiques permettant d'éviter les conflits d'intérêt et d'assurer le respect des principes d'équité, de transparence, d'intégrité du marché, et de primauté de l'intérêt du client ;

- Et, le cas échéant, les modalités techniques ou pratiques d'application des dispositions législatives ou réglementaires qui leur sont applicables.

Les règles et modalités prévues ci-dessus sont déterminées sur la base d'un référentiel de normes internationales, après consultation des professionnels concernés. Ces règles et modalités ne peuvent pas aller à l'encontre, modifier ou abroger, directement ou indirectement, des dispositions légales ou réglementaires en vigueur.

Les modalités d'élaboration et de publication des circulaires sont précisées dans le règlement du C.D.V.M, tel que prévu à l'article 11-1 du présent texte.

Les dispositions des circulaires sont opposables aux personnes ou organismes concernés dès qu'elles leur sont notifiées, ou le cas échéant, dès leur publication selon les modalités prévues dans le règlement général précité. En outre, en cas de publication d'une circulaire deviennent opposables aux tiers à compter de la date de ladite publication.

Article 4-3 – Le C.D.V.M peut ordonner qu’il soit mis fin aux pratiques contraires aux dispositions des circulaires prévues à l’article 4. 2 ci-dessus, lorsque ces pratiques ont pour effet de :

- Fausser le fonctionnement du marché ou
- Procurer aux intéressés un avantage injustifié qu’il n’aurait pas obtenu dans le cadre du fonctionnement normal du marché ou
- Porter atteinte au principe de l’égalité d’information ou de traitement des épargnants ou à leurs intérêts ou
- Faire bénéficier les émetteurs et les épargnants des agissements d’intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

Dans le cas où les pratiques relevées constituent un non respect :

- D’une règle de pratique professionnelle se traduisant par des obligations matérielles clairement définies ou
- D’une obligation de transmission d’information dont le contenu et les modalités sont clairement précisés.

Le C.D.V.M est habilité à prononcer à l’encontre des auteurs de ces pratiques une mise en garde ou un avertissement et/ou une sanction pécuniaire établie en fonction d’un barème précisé dans le règlement général prévu à l’article 11-1 ci-après. Les pratiques prévues au présent alinéa ne sont pas examinées par la commission paritaire d’examen visée à l’article 7-1 ci-dessous.

Dans le cas où les pratiques relevées constituent un non respect d’une règle de pratique professionnelle autre que celle visée à l’alinéa précédent à l’encontre des auteurs de ces pratiques, une sanction pécuniaire dont le montant est fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits tirés de ces manquements. Cette sanction ne peut excéder deux cent mille (200. 000) dirhams si des profits n’ont pas été réalisés ou, lorsque des profits n’ont pas été réalisés ou, lorsque des profits ont été réalisés, le quintuple du montant desdits profits.

Une sanction disciplinaire (mise en garde, avertissement, blâme, proposition de retrait d'agrément) peut également être prononcée, en sus de la sanction pécuniaire. Les sanctions prévues au présent alinéa sont prononcées, le cas échéant, par le conseil d'administration du CDVM, après recommandation de la commission paritaire d'examen visé à l'article 7 - 1 ci-dessous.

Le produit des sanctions pécuniaires prononcées par le C. D. V. M en application du présent article est au Trésor public.

Le C.D.V.M peut également ordonner, aux frais des intéressés, la publication de ses décisions disciplinaires dans les journaux qu'il désigne dans les quinze jours qui suivent l'ordre de publier.

Chapitre II

Organisation et fonctionnement

Articles 5

Le C.D.V.M est administré par un conseil d'administration qui comprend, outre son président :

- 3 représentants de l'administration, nommément désignés ;
- Un représentant de Bank Al Maghrib ;
- 4 personnalités choisies intuitu personae par le président, pour leur compétence dans le domaine financier. Ces personnalités ne peuvent être administrateurs ou gestionnaire de personnes morales de droit public.

Les administrateurs sont nommés pour un mandat de 4 ans, renouvelable une seule fois. En cas d'absence d'un administrateur, celui-ci ne peut se faire représenter que par un autre administrateur.

Le président du Conseil d'administration peut appeler, à titre consultatif, toute personne dont la participation aux réunions dudit Conseil lui paraît utile.

Article 6

Le conseil d'administration se réunit sur convocation de son président aussi souvent que les besoins l'exigent ou à la demande d'au moins cinq de ses membres.

Il délibère valablement lorsqu'au moins cinq de ses membres sont présents.

Les décisions du conseil d'administration sont prises à la majorité des voix. En cas de partage égal des voix, celle du président est prépondérante.

Lorsque le Conseil d'administration est appelé à délibérer sur une décision susceptible de susciter des conflits d'intérêts avec un ou plusieurs administrateurs, en raison des organismes qu'ils représentent ou dont ils assurent la tutelle, l'administrateur concerné doit déclarer sa situation de conflit d'intérêts. Il peut participer au débat mais ne prend pas part au vote.

Les délibérations de Conseil d'administration prises en violation des dispositions du 4^e alinéa ci-dessus sont nulles. En outre, l'administrateur concerné est révoqué de plein droit.

Article 7

Le conseil d'administration est investi de tous les pouvoirs et attributions nécessaires à l'administration du C.D.V.M et à l'accomplissement des missions imparties à ce dernier en vertu des dispositions du présent dahir portant loi.

Il peut décider la création de tout comité auquel il délègue partie de ses pouvoirs et attributions et dont il fixe la composition et les modalités de fonctionnement.

Article 7. -1- Il est institué auprès du C.D.V.M une commission paritaire d'examen. Elle est composée de 4 membres, nommés intuitu personae par le Conseil d'administration pour un mandat de 4 années renouvelable une seule fois, à savoir :

-Deux représentants de l'administration ;

–Deux membres nommés en fonction de leurs compétences en matière financière.

Les membres de la commission ne peuvent faire partie du personnel du CDVM.

La commission est présidée à tour de rôle par chacun de ses membres pour une durée non renouvelable d'une année. .

Cette commission a pour objet d'instruire les faits qui paraissent susceptibles de donner lieu à une décision disciplinaire pouvant être prononcée par le C.D.V.M, en application des dispositions du présent texte ou de la législation en vigueur, à l'exception des mises en garde et des avertissements et à l'exception des sanction pécuniaires relevant de l'alinéa 2 de l'article 4-3 ci-dessus.

La commission est saisie par le conseil d'administration ou le directeur général du C.D.V.M.

La commission procède à l'examen des faits, selon une procédure contradictoire qui assure aux parties en cause une information complète des faits qui peuvent leur être reprochés et leur permet de présenter leur défense. Elle peut convoquer et entendre la ou les personnes mises en cause. Elle peut faire appel à toute personne dont la collaboration est jugée utile pour donner un avis à propos des dossiers dont elle est saisie. Cette personne ne prend pas part aux délibérations de la commission.

Les modalités de convocation, d'information et d'audition des parties en cause sont précisées dans le règlement général prévu à l'article 11-1 ci-dessous.

La commission paritaire d'examen se réunit sur convocation de son président et délibère valablement lorsque trois, au moins, de ses membres sont présents. Les recommandations de la commission sont adoptées à la majorité des voix des membres présents. En cas de partage des voix, celle du président est prépondérante.

A l'issue de l'examen du dossier, et dans un délai maximum de trois mois à compter de sa saisine, la commission transmet par écrit ses recommandations au Conseil d'administration. Les recommandations de la commission sont présentées en séance au Conseil d'administration préalablement à l'examen de la décision relative à la sanction par ledit conseil.

Les membres de la commission sont tenus au secret professionnel et en particulier doivent respecter la plus stricte confidentialité sur les délibérations de la commission, sous peine des sanctions prévues par l'article 446 du code pénal.

Article 7. -2- Le Conseil d'administration est tenu d'écouter toute personne susceptible de faire l'objet d'une décision disciplinaire, qui en formule la demande.

Les modalités de saisine du Conseil d'administration et d'information de l'intéressé sont fixées par le règlement général précité.

Article 8

La gestion du C.D.V.M est assurée par un directeur général nommé conformément à la législation en vigueur.

Article 9

Le directeur général du Conseil déontologique des valeurs mobilières assiste, avec voix consultative, au Conseil d'administration.

Il exécute les décisions du Conseil d'administration, lequel peut lui déléguer les pouvoirs ou missions qu'il estime nécessaires.

Il peut subdéléguer un ou plusieurs des pouvoirs ou missions qui lui sont délégués par le Conseil d'administration au personnel du C.D.V.M.

Le directeur général peut déléguer partie de ses pouvoirs ou attributions au personnel du CDVM.

Article 10

Les ressources du C. D. V. M sont constituées par :

- Les dotations et subventions de l’Etat ;
- Le produit de la commission perçue à l’occasion des demandes de visas prévues à l’article 36 présent dahir portant loi ;
- Le produit de la commission sur l’actif net des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières prévue à l’article 108 du dahir portant loi n° 1-39-213 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) précité ;
- Le produit de la commission sur l’actif net des organismes de placement en capital risque, prévue par la législation relative aux organismes de placement en capital risque ;
- Le produit de la commission sur le montant total des valeurs admises aux opérations du Dépositaire central prévue à l’article 8-6 de la loi n° 35-96 relative à la création d’un Dépositaire central et à l’institution d’un régime général de l’inscription en compte de certaines valeurs ;
- Les recettes et produits divers.

Article 11

Le C.D.V.M. est soumis aux dispositions de la législation relative au contrôle financier de l’Etat sur les offices, établissements publics et sociétés concessionnaires ainsi que sur les sociétés et organismes bénéficiant du concours financier de l’Etat ou de collectivités publiques.

Article 11. -1-Le C.D.V.M établit un règlement général qui précise notamment :

- Les règles déontologiques applicables à son personnel et aux membres de son Conseil d’administration ;
- Les modalités de fonctionnement du Conseil d’administration ;

- La composition et les modalités de fonctionnement des comités prévues à l'article 7 ci-dessus ;
- Les modalités de convocation, d'information et d'audition des parties en cause prévues 6^e alinéa de l'article 7-1 ci-dessus ;
- Les modalités de saisine du conseil d'administration et d'information prévues au 2^e alinéa de l'article 7-2 ci-dessus ;
- Les modalités d'élaboration des circulaires visées à l'article 4. 2 ci-dessus, et notamment les procédures de consultation des professionnels par le CDVM, et les modalités de publication desdites circulaire, prévues au 3^e alinéa de l'article 4-2 ci-dessus ;
- Le barème des sanctions au 2^e alinéa de l'article 4-3 ci-dessus.

Le règlement général du CDVM doit être approuvé par arrêté du ministre chargé des finances, après accord préalable du Conseil d'administration du CDVM. Ce règlement est publié au (Bulletin officiel).

TITRE II

DES INFORMATIONS EXIGÉES DES PERSONNE MORALES FAISANT APPEL PUBLIC A L'EPARGNE

Article 12

L'appel public à l'épargne est constitué par :

- L'admission d'une valeur mobilière à la Bourse des valeurs ou sur tout autre marché réglementé au Maroc ;
- L'émission ou la cession des valeurs mobilières dans le public en ayant recours, directement ou indirectement, au démarchage ou à la publicité, ou par l'entremise de sociétés de bourse, de banques ou d'autre établissements dont l'objet est le placement, la gestion, ou le conseil en matière financière, et

dont la liste est fixée par arrêté du ministre chargé des finances, sur proposition du CDVM.

Pour l'application du présent texte, on entend par valeurs mobilières les valeurs telles que définies par l'article 2 ou visées à l'article 3 du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) précité.

Les dispositions du présent texte sont applicables quel que soit la nationalité ou le siège de l'émetteur ou du cessionnaire des valeurs mobilières précitées.

Toutefois, les personnes morales n'ayant pas leur siège social au Maroc et les personnes physiques non résidentes au Maroc ne peuvent faire appel public à l'épargne qu'après accord préalable du ministre chargé des finances.

Article 12. -1-Le démarchage est le fait de se rendre au domicile ou à la résidence des personnes, ou sur leurs lieux de travail, ou dans des lieux publics, en vue de conseiller la souscription, l'achat, l'échange ou la vente de valeurs mobilières ou une participation à des opérations sur valeurs.

Sont également considérés comme démarchage, les offres de services faites ou conseils donnés en vue des mêmes fins, au domicile ou à la résidence des personnes, ou sur les lieux de travail, par l'envoi de documents ou par communication téléphonique, ou par tout autre moyen de communication.

Article 12. -2-On entend, pour l'application du présent texte, par un marché réglementé, un marché d'instruments financiers garantissant un fonctionnement régulier des négociations. Les règles de ce marché doivent fixer notamment les conditions d'accès au marché et d'admission à la cotation, les dispositions d'organisation des transactions, les conditions de suspension des négociations de l'instrument financier concerné, ainsi que les règles relatives à l'enregistrement et à la publicité des dites négociations.

Article 12. -3- N'est pas assimilée à opération d'appel public à l'épargne, l'émission ou la cession de titres auprès uniquement d'un nombre restreint d'investisseurs qualifiés déterminés, tels que définis par le second alinéa du présent article, sous réserve :

- Que le nombre d'investisseurs soit inférieur à dix (10) et
- Qu'ils agissent pour leur propre compte et
- Que l'opération soit effectuée sans publicité ni démarchage et
- Que les titres concernés ne soient pas cédés pendant une période de 24 mois à compter de leur acquisition, sous peine de nullité de plein droit de la cession. Toutefois, l'investisseur qualifié peut céder lesdits titres à ses finales, à sa société mère ou à une autre filiale de la même société mère dudit investisseur, à d'autres investisseurs qualifiés, avant l'expiration du délai de 24 mois précité. Le cédant est tenu d'en informer le C.D.V.M selon les modalités que ce dernier fixe.

Un investisseur qualifié est une personne morale disposant des compétences et moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur valeurs mobilières. La liste des investisseurs qualifiés est fixée par le CD.V.M. sont présumés investisseurs qualifiés :

- Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, régis par le dahir portant loi n° 1-93-213 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) précité ;

- Les entreprises d'assurance et de réassurance, telles que régies par la loi n° 17-99 portant code des assurances ;

- Les Organismes de pensions et de retraite ;

- La Caisse de dépôt et de gestion ;

- Les organismes de placement en capital risque, tels que régies par la législation relative auxdits organismes.

La personne se prévalant du bénéfice de l'application de l'alinéa premier du présent article informe le C.D.V.M de la nature et des modalités de l'opération avant son lancement, selon les modalités fixées par le C.D.V.M.

Le bénéfice de l'application dudit alinéa n'est effectif que si le C. D. V. M ne formule pas d'opposition dans les dix jours ouvrés

Suivant la réception par celui-ci des documents et informations dans les modalités précitées.

Article 12. -4-Sans préjudice de toutes autres obligations d'information découlant de législations ou réglementations particulières qui lui sont applicables, toute personne faisant appel public à l'épargne est soumise aux obligations d'information prévues par le présent texte, au moment de l'appel public à l'épargne et tout au long de la vie des titres émis.

L'information donnée au public par les personnes qui font appel public à l'épargne doit être exacte, précise et sincère.

Article 13

Sous réserve des dispositions de l'article 15 ci-dessous, toute personne faisant appel public à l'épargne est tenue d'établir un document d'information qui doit être :

- Publié dans un journal d'annonces légales ;
- Remis ou adressé à toute personne dont la souscription est sollicitée ;
- Tenu à la disposition du public au siège de la personne morale émettrice et dans tous les établissements chargés de recueillir les souscriptions.

En cas d'inscription des titres de la personne morale concernée à la cote de la Bourse des valeurs, le document d'information est également tenu à la disposition du public au siège de la ladite Bourse.

Article 14

Le document d'information, prévu en cas d'appel public à l'épargne, doit être établi selon les modalités fixées par le C.D.V.M. Le contenu de ce document doit respecter un modèle-type établi par le C.D.V.M. Ce document comprend notamment les informations prévues par la législation applicable à la personne faisant appel public à l'épargne.

Préalablement à sa publication et à sa diffusion, ce document d'information doit être visé par le C.D.V.M.

Toutes informations diffusées auprès du public, dans le cadre d'un appel public à l'épargne, doit être conforme à celle contenue dans le document d'information visé par le C.D.V.M.

Article 14. - 1- Sans préjudice des dispositions des articles 16 à 18 ci-dessous, la diffusion par la personne faisant appel public à l'épargne de toute information relative à l'opération envisagée est interdite entre le dépôt du document d'information prévue à l'article 13 ci-dessus et sa publication après obtention du visa du C.D.V.M.

Les dispositions du présent article s'appliquent sous réserve de toute disposition législative contraire.

Article 15

Le document d'information prévue à l'article 13 du présent texte n'est pas exigé dans les cas suivants :

- l'émission ou la cession de titres émis ou garantis par l'Etat ;
- l'augmentation de capital par incorporation de réserves, de bénéfices ou de primes d'émission ;
- l'émission ou la cession de valeurs mobilières, sans publicité, réservée exclusivement aux dirigeants de l'émetteur ou de ses filiales au sens de l'article 143 de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes ;

- l'émission, sans publicité ni démarchage, des titres d'une personne morale faisant appel public à l'épargne depuis dix-huit mois au moins, auprès de personnes, autres que des investisseurs qualifiés au sens des dispositions du second alinéa de l'article 12. 3 ci-dessus, et dont le nombre est fixé par arrêté du ministre chargé des finances, sur proposition du C.D.V.M, sans qu'il puisse dépasser cent ;

A l'exception de l'émission ou de la cession de titres émis ou garantis par l'Etat, la personne se prévalant du bénéfice de la dispense informe le CDVM de la nature et des modalités de l'opération avant son lancement, selon les modalités fixées par le C.D.V.M.

La dispense n'est effective que si le C.D.V.M donne son accord ou ne formule pas d'opposition dans les quinze jours ouvrés suivant la réception par celui-ci des documents et informations dans les modalités précitées.

Pour l'application du présent article, on entend par dirigeants, toutes personnes qui, à un titre quelconque, participent à la direction ou à la gestion de la société ou de ses filiales. Il s'agit, notamment, du président directeur général, des directeurs généraux, des membres du directoire, du secrétaire général, des directeurs, ainsi que, de toute personne exerçant, à titre permanent, des fonctions analogues à celles précitées. Sont assimilés aux dirigeants les membres du conseil de surveillance.

Article 16

Sans préjudice des obligations d'information prévues aux articles 141 et 156 de la loi n° 17-95 précitées, les états de synthèse prévus auxdits articles doivent comprendre :

- Le bilan, le compte de produit et charges, l'état des soldes de gestion, le tableau de financement ;

- Les éléments de l'état des informations complémentaires, fixés par le C.D.V.M.

Par ailleurs les publications prévues à l'article 156 précité doivent inclure également :

- Le rapport du ou des commissaires aux comptes sur lesdits états.

Les actionnaires ou leurs mandataires peuvent également se faire délivrer, au siège social de la société, copie de ces mêmes documents, ainsi que la liste des actionnaires et la fraction du capital détenue par chacun d'eux.

Dans les vingt jours suivant la date de la tenue de l'assemblée générale ordinaire, ces mêmes sociétés sont tenues de publier dans un journal d'annonces légales les modifications éventuelles apportées aux documents publiés en application de l'article 156 précité ainsi qu'un résumé du rapport des commissaires aux comptes sur l'exercice écoulé.

Les personnes morales ou organismes faisant appel public à l'épargne qui ne sont pas soumis aux dispositions de la loi n° 17-95 précitée doivent publier, dans un délai maximum de 3 mois suivant la clôture de l'exercice, dans un journal d'annonces légales, tout ou partie des états des synthèses suivant :

- Le bilan, le compte de produits et charges, l'état des soldes de gestion, la tableau de financement ;

- L'état des informations complémentaires ;

- L'inventaire des actifs selon un modèle type fixé par le CDVM en fonction de l'activité de la personne morale ou organisme, et selon des modalités fixées par celui-ci.

En outre, le rapport, le cas échéant, du ou des commissaires aux comptes sur lesdits états doit également être publié selon les mêmes modalités.

Article 16 -1- Toute personne faisant appel public à l'épargne qui envisage de réaliser une opération d'appel public à l'épargne à l'extérieur du Maroc, est tenue d'en informer le C.D.V.M dans les quinze jours ouvrés précédant le lancement de l'opération. Elle adresse au C.D.V.M les documents d'information établis dans le cadre de ladite opération et l'informe des

obligations d'information qui lui incombent le cas échéant, en application de la législation ou de la réglementation étrangère.

Tout élément d'information communiqué aux investisseurs étrangers doit l'être dans les mêmes conditions au Maroc.

Article 17

Les personnes morales faisant appel public à l'épargne doivent publier dans un journal d'annonces légales, au plus tard dans les trois mois qui suivent chaque semestre de l'exercice, et selon un modèle type fixé par le C.D. V.M en fonction de l'activité de la personne morale concernée :

- Une situation provisoire du compte de produits et charges, arrêté au terme du semestre écoulé et comparé au semestre correspondant de l'exercice écoulé ;

- Tout ou partie des éléments du bilan provisoire, arrêté au terme du semestre écoulé.

Ces documents doivent être accompagnés d'une attestation des commissaires aux comptes certifiant leur sincérité.

Article 18

Les personnes morales faisant appel public à l'épargne sont tenues de publier dans un journal d'annonces légales aussitôt qu'elles en ont pris connaissance, tout fait intervenant dans leur organisation, leur situation commerciale, technique ou financière, et pouvant avoir une influence significative sur les cours en bourse de leurs titres ou une incidence sur le patrimoine des porteurs de titres.

Article 19

Les documents et informations prévus aux articles 16, 17 et 18 du présent dahir portant loi ainsi que la date de leur publication et du dénomination

du journal d'annonces légales utilisé doivent être communiqués au C.D.V.M par les personnes morales concernées selon les modalités fixées par celui-ci.

TITRE III

DU CONTROLE DE L'INFORMATION

Article 20

Le C.D.V.M s'assure du respect, par les personnes ou organismes faisant appel public à l'épargne, des obligations d'information prévues par le présent texte ainsi que par toute autre législation particulière.

Il s'assure du respect des obligations d'information notamment prévues par :

- Le dahir portant loi n° 1-93-213 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) précité ;
- La loi n° 10-98 relative à la titrisation de créances hypothécaires précitée ;
- La législation relative aux organismes de placement en capital risque précitée.

Article 21

Le C.D.V.M peut demander tous documents ou toute explication ou justification sur le contenu du document d'information prévu à l'article 13 ci-dessus ou par tout autre législation particulière.

Le C.D.V.M indique aux émetteurs les énonciations à modifier ou les informations complémentaires à insérer dans ces documents, afin de les rendre conformes à la législation en vigueur.

Si l'émetteur ne satisfait pas aux demandes du C.D.V.M, le visa peut lui être refusé.

L'octroi ou le refus de visa doit être notifié à l'émetteur dans un délai qui ne saurait excéder deux mois à compter de la réception du dossier complet par le conseil. Tout refus de visa doit être motivé.

Article 22

Le C.D.V.M peut à tout moment, demander aux commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne communication des documents sur la base desquels ils ont procédé aux certifications des comptes. Il peut également leur demander de procéder auprès de ces mêmes sociétés à toute analyse complémentaire ou vérification qui lui paraîtrait nécessaire. Dans ce cas, les frais et honoraires sont à la charge du C.D.V.M.

Les dispositions de l'alinéa qui précède s'appliquent également aux commissaires aux comptes des organismes et personnes visés par l'article 4. 1 du présent texte.

Article 23

Dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été relevées dans la mise en œuvre des obligations d'information mentionnées à l'article 20 du présent texte, après leur publication, le C.D.V.M peut exiger des personnes morales concernées qu'elles procèdent à des publications rectificatives.

Le C.D.V.M peut, porter à la connaissance du public les observations qu'il a été amené à faire ou les informations qu'il estime nécessaires.

TITRE IV
DE LA CONSTATATION DES INFRACTIONS
ET DES SANCTIONS

Article 24

Pour la recherche et la constatation des infractions au présent texte aux législations prévues à l'article 4-1 ci-dessus, le C.D.V.M est habilité à procéder à des enquêtes auprès des organismes et personnes visés à recherche et de la constatation desdites infractions procéder à des enquêtes auprès de toute personne morale ainsi qu'auprès de toute personne physique intervenant sur valeurs mobilières.

Outre les officiers et agents de police judiciaire, la recherche et la constatation des infractions précitées est effectuées par des agents spécialement commissionnés à cet effet par le C.D.V.M.

Lesdits agents doivent être assermentés et porteurs d'une carte professionnelle délivrée par le C.D.V.M selon les modalités fixées par voie réglementaire.

Ils doivent prêter le serment prévu par le dahir du 5 jourmada II 1332 (1^{er} mai 1914) relatif au serment des agents verbalisateurs.

Les agents précités du C.D.V.M sont astreints au secret professionnel sous peine des sanctions prévues à l'article 446 du code pénal.

Les agents précités du C.D.V.M peuvent, en outre, dans le cadre de la recherche des infractions mentionnées au premier alinéa du présent article demander les informations nécessaires auprès de toute personne susceptible de détenir des informations indispensables à cette recherche.

Dans le cadre de leur mission, les agents précités du les agents précités du C.D.V.M sont autorisés à :

- Accéder à tous locaux à usage professionnel des organismes et personnes visées à l'article 4-1 ci-dessus ;

Se faire communiquer tous pièces et documents, quel qu'en soit le support, et en obtenir copie.

Article 24 -1-Pour la recherche des infractions définies aux articles 25, -1 et 26 du présent texte, les agents mentionnés à l'article 24 précédent sont autorisés à convoquer et entendre toute personne susceptible de leur fournir des informations en rapport avec leur mission.

Les convocations sont adressées par lettre recommandée avec accusé de réception ou par voie d'huissier de justice, elles doivent se référer aux ordres de mission et rappeler le droit de la personne convoquée de se faire assister d'un conseil de son choix.

La convocation doit être notifiée à la personne concernée quarante-huit heures au minimum avant la date fixée.

Article 24. -2-Pour la recherche des infractions définies aux articles 25, 25-1 et 26 du présent texte, toute personne ayant transmis des ordres sur le marché doit être en mesure de justifier au C.D.V.M, à l'occasion d'une enquête, les raisons et les modalités de cette transaction. Le C.D.V.M peut lui demander de rendre publiques les justifications avancées.

Dans le cas où la personne concernée refuse ou ne peut justifier les raisons et les raisons et les modalités de la transaction visée au premier alinéa du présent article, les faits qui lui sont reprochés sont présumés établis.

Article 24-3-Lorsque des indices sérieux laissent présumer la commission d'une infraction visée aux articles 25, 25-1 et 26 du présent texte, les agents du C.D.V.M mentionnés à l'article 24 ci-dessus peuvent, sur ordre du directeur général du C.D.V.M ou de son représentant, effectuer en tous lieux, professionnels ou autres, des visites domiciliaires, des perquisitions et des saisies pour la recherche de documents ou de tous éléments matériels établissant une infraction aux dispositions desdits articles.

A cet effet, le Procureur du Roi dans le ressort duquel sont situés les locaux à visiter peut, sur demande motivée du directeur général du C.D.V.M ou

de son représentant, autoriser, par décision motivée, les agents précités à effectuer des visites domiciliaires, des perquisitions et des saisies.

Lorsque ces lieux sont situés dans le ressort de plusieurs juridictions et qu'une action simultanée doit être menée dans chacun de ces lieux, une autorisation unique peut être délivrée par l'un des Procureurs du Roi compétents.

Le procureur du Roi du ressort doit en être avisé.

Le procureur doit vérifier que la demande d'autorisation qui lui est soumise est fondée. Cette demande doit comporter tous les éléments d'information en possession du C.D.V.M de nature à justifier la visite domiciliaire, la perquisition et la saisie.

Le Procureur du Roi désigne un ou plusieurs officiers de police judiciaire chargés d'assister à ces opérations et de le tenir informé de leur déroulement. En outre, il désigne au besoin une femme lors des visites des locaux occupés par des femmes et ce, conformément aux dispositions du 2^e alinéa du paragraphe 2 de l'article 60 de la loi relative à la procédure pénale.

La visite domiciliaire, la perquisition et la saisie s'effectue sous l'autorité et le contrôle du Procureur du Roi qui a accordé l'autorisation. Il peut se rendre dans les locaux pendant l'intervention. A tout moment, il peut décider la suspension ou l'arrêt de la visite domiciliaire.

La visite domiciliaire ne peut être commencée avant six heures du matin ou après neuf heures du soir. Dans les lieux ouverts au public, elle peut être commencée pendant les heures d'ouverture de l'établissement. Elle est effectuée en présence de l'occupant des lieux ou de son représentant et avec l'accord de l'occupant des lieux ou de son représentant, recueilli par écrit. Lorsque la présence dudit occupant ou de son représentant s'avère impossible ou en absence de leur accord écrit, l'officier de police judiciaire requiert deux

témoins choisis en dehors des personnes relèvent de son autorité ou de celle du C.D.V.M.

Toutefois, lorsqu'il y a lieu de craindre la disparition de preuves recherchées en raison de leur caractère fongible ou de leur nature, la visite domiciliaire, la perquisition et la saisie peuvent avoir lieu à toutes heures.

Les agents du C.D.V.M, l'occupant des lieux ou son représentant et l'officier de police judiciaire peuvent seuls prendre connaissance des documents ou tous autres éléments matériels avant leur saisie.

L'officier de police judiciaire veille au respect professionnel conformément à l'article 59 (3al) de la loi relative à la procédure pénale.

Les occupants des lieux faisant l'objet de la visite domiciliaire, de la perquisition et de la saisie. Ou leurs représentants, sont tenus de n'apporter aucun obstacle aux opérations effectuées par les agents du C.D.V.M et de leur présenter les documents et autres éléments matériels dont ils sont détenteurs.

Le procès-verbal de visite relatant les modalités et le déroulement de l'opération est dressé sur le champ par les agents du C.D.V.M. Il énonce la nature, la date, l'heure et le lieu des recherches et des constatations effectuées. Les documents et tous autres éléments matériels saisis sont matériels saisis sont inventoriés et mis sous scellés selon les dispositions de l'article 59 (alinéas 5e, 6e et 7e) de la loi relative à la procédure pénale. L'inventaire des documents et éléments saisis est annexés au procès-verbal.

Le procès-verbal et l'inventaire sont signés par les agents du C.D.V.M, par l'officier de police judiciaire et par les personnes mentionnées au 8e alinéa du présent article. En cas de refus ou d'empêchement de signer, mention en est faite au procès-verbal.

Les originaux du procès-verbal et de l'inventaire sont transmis, dès qu'ils sont établis, au procureur du Roi qui a autorisé la visite domiciliaire. Copie en est délivrée à l'intéressé.

Le contenu des procès-verbaux fait jusqu'à preuve du contraire par tous moyens de preuve.

Les pièces et documents qui ne sont plus utiles à la manifestation de la vérité sont restitués à l'occupant des lieux ou à son représentant.

Il est délivré aux intéressés et à leurs frais, des copies des pièces devant demeurer saisies, certifiées par l'agent ou les agents du C.D.V.M. Mention en est faite sur le procès-verbal.

Les agents du C.D.V.M précités, peuvent, sans se voir opposer le secret professionnel, accéder à tout document ou élément d'information détenu par les personnes ou organismes visés à l'article 4-1 ci-dessus.

Article 25

Toute personne disposant, dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions, d'informations privilégiées et qui les aura utilisées pour réaliser ou permettre sciemment de réaliser sur le marché, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations, sera punie d'un emprisonnement de trois mois à deux ans et d'une amende pouvant atteindre de quintuple du profit éventuellement réalisé, sans qu'elle puisse être inférieure à 200.000 dirhams, ou de l'une de ces peines seulement.

On entend par information privilégiée, toute information relative à la marche technique, commerciale ou financière d'un émetteur ou aux perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, encore inconnue du public et susceptible d'affecter la décision d'un investisseur.

Est puni des mêmes peines que celles prévues à l'alinéa 1^{er} du présent article toute personne, autre que celle visée au même alinéa, possédant en, connaissance de cause des informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'une société dont les titres sont cotés à la Bourse des valeurs ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, qui réalise ou permet de

réaliser, directement ou indirectement, une opération ou communique à un tiers des informations, avant que le public ait connaissance de ces dernières.

Article 25. -1- La communication par toute personne à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée telle que, définie à l'alinéa 2 de l'article 25 précédent, est punie de trois mois à un an d'emprisonnement et d'une amende de 20. 000 à 100. 000 dirhams.

Article 25-2- Les autorités judiciaires compétentes, saisies de poursuites relatives à des infractions mettant en cause des personnes ou organismes que le C.D.V.M est habilité légalement à contrôler peuvent, à toute étape de la procédure, demander l'avis de celui-ci.

Cet avis est obligatoirement demandé lorsque les poursuites sont engagées en application des articles 25, 25-1 et 26 du présent texte.

Article 25. -3-Le président du tribunal de commerce compétent peut, sur demande motivée du C. D. V. M, prononcer en sa qualité de juge des référés, une ordonnance de mise sous séquestre en quelque main qu'ils se trouvent. Des fonds, valeurs. Titres, droits ou tout autre document ou élément matériel appartenant aux personnes contrôlées par le C.D.V.M.

Il peut également ordonner en sa qualité précitée, par demande motivée du C.D.V.M, que ces personnes soient astreintes à consigner une somme d'argent dont il fixe le montant et le délai de consignation.

Article 25. -4-Lorsqu'une infraction aux dispositions du présent texte, ou des législations visées à l'article 4- 1 ci-dessus, est de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou au fonctionnement des marchés de valeurs mobilières. Le président du tribunal de commerce compétent peut, sur demande motivée du C.D.V.M, ordonner en sa qualité de juge des référés à la personne qui en est responsable de se conformer auxdites dispositions, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets.

Le président du tribunal de commerce compétent peut également en sa qualité précitée, sur demande motivée du C.D.V.M, prendre toute mesure conservatoire nécessaire à garantir l'exécution de l'ordonnance qu'il a prononcée.

Article 25-5- Le président du tribunal de commerce compétent, peut, sur demande motivée du C.D.V.M, ordonner dans un délai maximum de 15 jours à compter de sa saisine, la récusation du ou des commissaires aux compte désignés par l'assemblée générale d'une société faisant appel public à l'épargne et d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Ledit président ordonne également la désignation, conformément à la législation en vigueur, du ou des commissaires qui doivent assumer le remplacement.

Article 26

Toute personne qui aura sciemment répandu dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, de nature à agir sur les cours ou, de manière générale, à induire autrui en erreur, sera passible d'un emprisonnement de trois mois à deux ans et d'une amende de 10. 000 à 500. 000 dirhams ou de l'une de ces peines seulement

Le montant de cette amende pourra être porté jusqu'au quintuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans qu'il puisse être inférieur à ce même profit.

Sera punie des mêmes peines que celles prévues au présent article toute personne qui, directement ou par personne interposée, aura sciemment exercé ou tenté d'exercer sur le marché d'une valeur mobilière une manœuvre ayant pour objet d'agir sur les cours ou, de manière générale, d'entraver le fonctionnement régulier du marché en induisant autrui en erreur.

Article 27

Le profit éventuellement réalisé au sens des articles 25 et 26 du présent dahir portant loi s'entend comme la différence entre le prix auquel l'opération initiale a été faite et le cours moyen du titre constaté pendant les quinze jours de bourse suivant soit la diffusion de l'information privilégiée soit la rectification des informations fausses ou trompeuses.

Article 28

Toute personne qui fait obstacle à l'exercice des missions d'enquête et de contrôle du C.D.V.M sera punie d'une amende de 10. 000 à 100. 000 dirhams.

En cas de récidive, le contrevenant est puni d'un emprisonnement de un à six mois et d'une amende de 50. 000 à 500. 000 dirhams ou de ces peines seulement.

Article 28. -1- est punie d'un emprisonnement d'un mois à 6 mois et d'une amende de 50. 000 à 500. 000 dirham, ou de l'une de ces deux peines seulement, toute personne qui n'aura pas consigné la somme fixée par le juge en vertu de l'article 25-3 ci-dessus ou qui aura fait obstacle aux mesures ordonnées en application dudit article.

Article 29

Toute personne soumise au contrôle du C.D.V.M en vertu de l'article 4-1 ci-dessus ou agissant en qualité de représentant d'un établissement soumis au contrôle du C.D.V.M et qui donne des informations sciemment inexacts à ce dernier ou qui refuse de lui communiquer des informations, est passible d'une amende de 20. 000 à 200. 000 dirhams.

En cas de récidive, le contrevenant est puni d'un emprisonnement de trois mois à un et d'une amende de 40. 000 à 400. 000 dirhams ou de l'une des ces peines seulement.

Article 30

Sans préjudice des sanctions prévues à l'article 25 du présent dahir portant loi, tout membre du conseil d'administration du C.D.V.M ou de son personnel, qui aura, directement ou par personne interposée, réalisé des opérations sur les titres d'une personne morale ayant présenté un document d'information au visa du C.D.V.M encourt la révocation lorsque les transactions auront été réalisées avant que le contenu ce document d'information ait été rendu public.

Article 31

Est punie d'une amende de 100. 000 à 500. 000 dirhams, toute personne physique ou morale qui :

- ne se conforme pas aux dispositions relatives aux caractéristiques de l'opération envisagée, contenues dans le document d'information visé à l'article 13 ci-dessus ;

- publie un document dont le contenu n'est pas conforme à celui du document d'information visé par le C.D.V.M, en contravention aux dispositions de l'article 14 ci-dessus ;

- réalise une opération d'appel public à l'épargne à l'extérieur du Maroc sans en informer le C.D.V.M dans les conditions prévues à l'article 16-1 ci-dessus ;

- ne respecte pas les obligations d'informations prévues par les articles 16, 17 ou 18 ci-dessus ;

- diffuse toute information relative à l'opération envisagée pendant la période interdite prévue à l'article 14-1 ci-dessus ;

- ne communique pas au C.D.V.M les documents et informations mentionnés à l'article 19 ci-dessus selon les modalités fixées par le C. D.V.M.

Article 32

Toute personne physique, agissant pour le compte d'une personne morale, qui aura émis directement ou par personne interposée des actions ou des obligations par appel public à l'épargne sans que le document d'information prévu à l'article 13 du présent texte ait reçu le visa du C. D. V. M, sera punie d'un emprisonnement de trois mois à un an et d'une amende de 20. 000 à 500. 000 dirhams ou de l'une de ces peines seulement.

La même personne est passible des mêmes peines lorsqu'elle n'établit pas ou ne diffuse pas le document d'information précité dans les conditions prévues audit article 13.

En cas de récidive, le contrevenant est passible du double des peines prévues au premier alinéa du présent article.

Article 32. -1- Est en état de récidive, au sens des articles 28, 29 et 32 du présent texte toute personne qui a commis une infraction dans les cinq ans suivant une condamnation irrévocable pour des faits similaires.

Article 33

En cas d'opération d'appel public à l'épargne effectuée sans que le document d'information prévu à l'article 13 du présent texte ait été établi ou avant qu'il n'ait été visé et publié, le C.D.V.M, ou toute personne intéressée, peut demander en justice la nullité de la transaction en question, soit la révision du prix sans préjudice de sa demande en dommages.

Les dispositions de l'alinéa premier ci-dessus sont applicables au cas où l'opération d'appel public à l'épargne est effectuée sur la base d'un document d'information comportant des informations fausses ou trompeuses.

Article 33. -1- Toute personne qui refuse de payer la sanction pécuniaire prononcée par le C.D.V.M en application du 3^e alinéa de l'article 4-3 ci-dessus est punie d'une amende égale au quintuple de ladite sanction, sans que cette amende soit inférieure à 200. 000 dirhams.

Les poursuites ne peuvent être engagées que sur plainte du C.D.V.M.

Article 34

Le C.D.V.M est habilité à recevoir de tout intéressé et de toutes associations de porteurs de valeurs mobilières régulièrement constituées, les réclamations ou plaintes qui entrent par leur objet dans sa compétence.

Le C. D. V. M ainsi que les associations visées au premier alinéa du présent article sont habilitées à se constituer partie civile auprès des juridictions saisies de poursuites liées à une des infractions aux dispositions du présent texte et à celles des législations prévues à l'article 4-1 ci-dessus.

Article 34. -1- Lorsqu'il s'agit d'une personne morale, les peines d'emprisonnement présent texte sont applicables aux membres de ses organes d'administration, de gestion ou de direction.

Les peines d'amende prévues par le présent texte peuvent être prononcées à l'encontre de la personne morale concernée, ou à l'encontre des membres de ses organes d'administration, de gestion ou de direction.

Article 35

Le C.D.V.M saisit le Procureur du Roi compétent des infractions aux dispositions du présent texte ainsi qu'à celles des législations visées à l'article 4-1 ci-dessus, qu'il aura relevées ou dont il aura pris connaissance.

Article 35. -1- Le recours pour excès de pouvoir contre les décisions du C.D.V.M prononcées dans le cadre de l'exercice de ses missions est porté devant le tribunal administratif de rabat.

TITRE V

DISPOSITIONS DIVERSES

Article 36

Tout document d'information présenté au visa du C.D.V.M donne lieu au règlement d'une commission.

Le taux de la commission est fixé en fonction du type d'opération envisagée. Ce taux ne peut excéder un pour mille du montant de l'opération.

Le défaut de paiement de la commission dans les délais prescrits donne lieu à l'application d'une majoration.

Le taux de majoration ne peut excéder 2% par mois ou fraction de mois de retard calculé sur le montant de la commission exigible.

Le taux et les modalités de règlement de la commission, ainsi que le taux de majoration, sont fixés par arrêté du ministre chargé des finances, sur proposition du C.D.V.M.

Article 37

Le secret professionnel ne peut être opposé ni au C.D.V.M ni à l'autorité judiciaire agissant dans le cadre d'une procédure pénale.

Article 37. -1- Sous réserve de la ratification, par le Royaume du Maroc de conventions bilatérales ou multilatérales avec les Etats concernés, dûment publiées au «Bulletin officiel », le C.D.V.M peut conclure des accords avec les organismes étrangers exerçant des compétences analogues aux siennes.

En application de ces accords, le C.D.V.M peut, dans les mêmes conditions, selon les mêmes procédures et sous les mêmes sanctions que celles prévues par le présent texte pour l'exécution de sa mission, conduire des enquêtes à la demande d'organismes étrangers exerçant des compétences analogues, sous réserve de réciprocité.

L'obligation de secret professionnel pesant sur les agents du C.D.V.M ne fait pas obstacle à la communication par celui-ci des informations qu'il détient ou qu'il recueille, à leur demande, aux organismes des autres états exerçant des compétences analogues, sous réserve de réciprocité, et à condition que l'organisme étranger compétent soit soumis au secret professionnel avec, au moins, les mêmes garanties qu'au Maroc.

L'assistance demandée par un organisme étranger exerçant des compétences analogues pour la conduite d'enquêtes ou la transmission d'informations détenues ou recueillies par le C.D.V.M sera refusée par celui-ci lorsque l'exécution de la demande est de nature à porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité, aux intérêts économiques essentiels ou à l'ordre public marocain ou lorsqu'une procédure pénale quelconque a déjà été engagée au Maroc sur la base des mêmes faits et contre les mêmes personnes, ou lorsque celles-ci ont déjà été sanctionnées par une décision définitive pour les mêmes faits.

Article 38

Le C.D.V.M publie chaque année un rapport sur ses activités et sur les marchés placés sous son contrôle.

Article 39

Pour l'application du présent dahir portant loi, du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs et du dahir portant loi n° 1-93-213 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1933) relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières, la liste des journaux d'annonces légales est fixée par le ministre chargé des finances.

Article 40

Sont abrogées les dispositions :

- du dahir du 3 chaoual 1365 (30 août 1946) relatif à l'émission d'obligations au Maroc ;
- du dahir n° 1-70-9 du 21 joumada I 1390 (25 juillet 1970) relatif à l'information des actionnaires et du public ;
- de l'article 3 du dahir du 17 hija 1340 (11 août 1922) relatif aux sociétés de capitaux.

Article 41

Le présent dahir portant loi sera publié au *bulletin officiel*.

Fait à Rabat, le 4 rabii II 1414 (21 septembre 1933).

Pour contreseing :
Le Premier,
MOHAMMED KARIM-LAMRANI.

« Les dispositions abrogées par la loi 23-01 :

NB. - Les dispositions de l'article 9 de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes sont abrogées et remplacées comme suit :

« Article 9. - Est réputée faire appel public à l'épargne toute société

« Anonyme qui :

« - Fait admettre ses valeurs mobilières à la Bourse des valeurs ou sur « tout autre marché réglementé ;

« - Ou qui émet ou cède lesdites valeurs dans les conditions prévues par « L'article 12 du dahir portant loi n° 1-93-212 du 4 rabii II 1414

« (21 septembre 1993) relatif au conseil déontologique des valeurs

« Mobilières et aux informations exigées des personnes morales

« Faisant appel public à l'épargne, tel que modifié ou complété.

« Sont abrogées les dispositions du 1^{er} alinéa de l'article 64 ainsi que

« Celles du 2° tiret de l'article 91 de la loi n° 10-98 relative à la titrisation de « créances hypothécaires. »

Bulletin officiel n° 4223 du 19 rabii II 1414 (6 octobre 1993), page 520 ;

Bulletin officiel n° 5210 du 16 rabii I 1425 (6 mai 2004), page 677.

Dahir portant loi n° 1-93-213 du 4 rebia II 1414 (21 septembre 1993)
relatif aux Organismes de placement collectif en valeurs
mobilières (modifié par la loi n° 53-01)

Article premier

Il peut être créé en application du présent dahir portant loi des Fonds communs de placement et des sociétés d'investissement à capital variable.

Les Fonds communs de placement et les sociétés d'investissement à capital variable sont désignés ci-après sous la dénomination « Organismes de placement collectif en valeurs mobilières » (O.P.C.V.M.).

Article premier. -1- Les OPCVM sont classés par catégorie en fonction de la stratégie d'investissement, de la composition et de la nature des actifs.

Les différentes catégories d'OPCVM sont fixées par arrêté du ministre chargé des finances, sur proposition du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 2

Le Fonds commun de placement, désigné ci-après « F.C.P. », qui n'a pas la personnalité morale, est une copropriété de valeurs mobilières et de liquidités, dont les parts sont émises et rachetées à tout moment à la demande de tout souscripteur ou porteur de parts, à un prix déterminé conformément aux dispositions du présent dahir portant loi.

Articles 3

Les dispositions des articles 960 à 981 du dahir du 9 ramadan 1331 (12 août 1913) formant code des obligations et contrats ne s'appliquent pas aux F.C.P.

Article 4

La Société d'investissement à capital variable, désignée ci-après « S.Ī.C.A.V. », est une société anonyme qui a pour objet exclusif la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières et de liquidités, dont les actions sont émises et rachetées à tout moment à la demande de tout souscripteur ou actionnaire, à un prix déterminé conformément aux dispositions du présent dahir portant loi.

Article 4.-1- Les SICAV sont soumises aux dispositions du dahir du 17 hija 1340 (11 août 1922) relatif aux sociétés de capitaux, sous réserve des dispositions particulières prévues par le présent texte.

Article 5

Ne sont pas applicables aux S.Ī.C.A.V. :

- les dispositions du décret royal portant loi n° 194-66 du 7reheb 1386 (22 octobre 1966) relatif aux Sociétés d'investissement et à la Société Nationale d¹ Investissement ;
- les dispositions de la législation relative aux sociétés de capitaux ayant le même objet que les dispositions du présent dahir portant loi.

Article 6

Par dérogation aux dispositions de la loi annexée au dahir du 17 hija 1340 (11 août 1922) précitée, du dahir du 21 hija 1374 (10 août 1955) établissant un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital au profit des actionnaires, du dahir du 29 chaoual 1374 (20 juin 1955) sur les parts de fondateurs émises par les sociétés, les S.I.C.A.V. sont soumises aux dispositions suivantes :

- L'assemblée générale ordinaire peut se tenu: sans qu'un quorum soit requis. Il en est de même, sur deuxième convocation, de l'assemblée générale extraordinaire;
- en cas d'augmentation de capital, les actionnaires n'ont pas de droit préférentiel de souscription aux actions nouvelles ;
- les statuts ne peuvent prévoir d'avantages particuliers tels que les parts de fondateurs ou titres similaires ;
- l'assemblée générale annuelle est réunie dans les cinq mois suivant la clôture de l'exercice ;

- les S.I.C.A.V. ne sont pas tenues de constituer le fonds de réserve prescrit par l'article 36 de la loi annexée au dahir du 17 hijra 1340 (11 août 1922) précitée ;
- les variations de capital se font à tout moment et de plein droit, sous réserve des dispositions des statuts et de celles des articles 42, 43 (1^{er} et 2^e alinéas) et 49 (3^e alinéa) du présent dahir portant loi.

Article 7

Pour l'application du présent dahir portant loi, on entend par actif net d'un O.P.C.V.M., le montant de son actif comptable diminué des dettes dudit O.P.C.V.M.

Article 8

Pour l'application du présent dahir portant loi, on entend par actifs d'un O.P.C.V.M., l'ensemble des liquidités et valeurs mobilières figurant à l'actif de son bilan.

Les titres de créances négociables, prévus par la loi n° 35-94 relative à certains titres de créances négociables, sont assimilés à des valeurs mobilières telles que visées à l'article 2 du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs tel que modifié ou complété.

Article 9

Pour l'application du présent dahir portant loi, on entend par établissement dépositaire, toute personne morale répondant aux conditions prévues aux articles 29 et 30 du présent dahir portant loi et qui assure la garde des actifs des O.P.C.V.M.

Article 10

Pour l'application du présent dahir portant loi, on entend par établissement de gestion, toute personne morale répondant aux conditions prévues aux articles 23 et 30 du présent dahir portant loi.

Pour l'application du présent texte, on entend par teneurs de comptes, les personnes morales visées au e) de l'article premier de la loi n° 35-96 relative à la création d'un Dépositaire central et à l'institution d'un régime général de l'inscription en compte de certaines valeurs, qui interviennent à l'occasion des souscriptions et des rachats des actions et parts d'OPCVM.

Article 11

Pour l'application du présent dahir portant loi, on entend par dirigeants d'une personne morale, les personnes habilitées à la représenter en vertu de ses statuts ou d'un mandat spécial, ou qui déterminent effectivement l'orientation de son activité.

Article 12

Pour l'application du présent dahir portant loi, on entend par liquidités, les fonds déposés à vue ou pour une durée n'excédant pas deux ans. Pour l'application du présent dahir portant loi, on entend par valeur liquidative d'une action ou part d'un OPCVM, le montant obtenu en divisant son actif net par le nombre d'actions ou de parts dudit OPCVM.

Article 14

Pour l'application du présent dahir portant loi, on entend par « frais de gestion », l'ensemble des charges d'exploitation encourues par l'OPCVM, à l'exclusion de la charge des emprunts.

TITRE II

Constitution des OPCVM.

Chapitre premier

Constitution des S.I.C.A. V.

Article 15

Toute S.I.C.A.V. ne peut être constituée que si le projet de ses statuts a été préalablement agréé par le Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM) institué par le dahir portant loi n° 1-93-212 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne tel que modifié ou complété.

Article 16

Le projet des statuts des S.I.C.A.V. doit être établi par les fondateurs de celles-ci, conformément aux dispositions du présent dahir portant loi et de la législation applicable aux statuts des sociétés anonymes à capital variable dont les dispositions ne dérogent pas à celles du présent texte.

Le projet des statuts comporte au moins les indications suivantes :

- la dénomination et la durée de la S.I.C.A.V. ainsi que la dénomination de l'établissement dépositaire ;
- la catégorie d'OPCVM pour laquelle les fondateurs de la SICAV ont opté ;
- la stratégie d'investissement de la SICAV ;
- la consistance des apports constituant le capital social initial, qui doit être intégralement souscrit et dont le montant ne peut être inférieur au minimum fixé conformément aux dispositions de l'article 31 du présent dahir portant loi;
- les noms des premiers administrateurs et la durée de leur mandat, qui ne peut excéder trois ans ;
- la politique d'investissement, notamment les buts spécifiques qu'elle vise et les critères dont elle s'inspire ;
- les modalités et la périodicité de calcul de la valeur liquidative ;
- les modalités d'évaluation des valeurs détenues en portefeuille ;
- les modalités d'affectation des résultats et, le cas échéant, de distribution des revenus ;
- les commissions perçues à l'occasion de la souscription ou du rachat des actions ainsi que le montant maximum des frais de gestion ;
- les dates d'ouverture et de clôture des comptes de la S.I.C.A.V. ;
- la nature et la fréquence des informations à fournir aux actionnaires ;
- les modalités d'amendement des statuts ;
- les modalités d'émission et de rachat des actions, ainsi que les conditions dans lesquelles l'émission et le rachat peuvent être suspendus ;
- le montant du capital au-dessous duquel il ne peut être procédé au rachat des actions ;
- le nom du premier commissaire aux comptes, désigné pour trois exercices ;
- la liste des premiers souscripteurs ;
- les cas de dissolution de la S.I.C.A.V., sans préjudice des causes légales, ainsi que les conditions de liquidation et les modalités de répartition des actifs.

Article 17

Après agrément délivré dans les formes et conditions prévues aux articles 32, 33 et 34 du présent dahir portant loi, la constitution de toute S.I.C.A.V. résulte de la signature de ses statuts par les premiers actionnaires soit en personne, soit par mandataire justifiant d'un pouvoir spécial.

Les premières actions doivent être intégralement libérées lors de la constitution de la S.I.C.A.V.

Article 18

Les statuts substituent à la liste des premiers souscripteurs mentionnée au 2^e alinéa de l'article 16 du présent dahir portant loi, celle des premiers actionnaires et le montant des versements effectués par chacun deux; Ils contiennent en outre l'évaluation des apports en nature ; il y est procédé au vu d'un rapport qui leur est annexé et qui est établi, sous sa responsabilité, par le premier commissaire aux comptes.

Article 19

Dans les trente jours de la constitution de toute S.I.C.A.V., une copie ou expédition de ses statuts, une copie de l'acte d'agrément et le certificat délivré par l'établissement dépositaire attestant du dépôt du capital initial, sont déposés au greffe du tribunal de première instance du lieu du siège social de la S.I.C.A.V.

A compter de ce dépôt, la S.I.C.A.V. est dotée de la personnalité morale.

Dans le même délai de trente jours, un extrait des pièces soumises au dépôt devra obligatoirement être publié au « Bulletin officiel » et dans un journal d'annonces légales.

Dans le même délai de trente jours, une copie du certificat de dépôt du capital initial doit être adressée au Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Toute personne a le droit de prendre communication des pièces déposées au tribunal de première instance du lieu du" siège social de la S.I.C.A.V. ou de s'en faire délivrer, à ses frais, expédition ou extrait par le greffier ou par le notaire.

L'extrait visé au 3^e alinéa de l'article 19 du présent dahir portant loi devra mentionner :

- la dénomination et la durée de la S.I.C.A.V. ainsi que la dénomination et l'adresse de l'établissement dépositaire ;
- le siège social de la S.I.C.A.V. ;

- les noms, prénoms, qualités et adresses personnelles des administrateurs de la S.I.C.A.V. ;
- le nom du premier commissaire aux comptes ;
- le montant du capital social initial ;
- le montant du capital social au-dessous duquel il ne peut être procédé au rachat des actions ;
- le greffe du tribunal de première instance auprès duquel a y été opéré le dépôt prévu au 1^{er} alinéa de l'article 19 du présent dahir portant loi, ainsi que la date de ce dépôt.

Chapitre II

Constitution des F.C.P.

Article 21

Tout F.C.P. ne peut être constitué que si son projet de règlement de gestion a été préalablement agréé par le Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 22

Le projet de règlement de gestion d'un F.C.P. doit être établi à l'initiative conjointe d'un établissement de gestion et d'un établissement dépositaire, fondateurs dudit F.C.P., conformément aux dispositions du présent dahir portant loi et des textes pris pour son application. Il contient au moins les indications suivantes :

- la dénomination et la durée du F.C.P., ainsi que la dénomination de l'établissement de gestion et de l'établissement dépositaire ;
- la catégorie d'OPCVM pour laquelle les fondateurs du FCP ont opté ;
- la stratégie d'investissement du FCP ;
- la consistance des apports qui doivent être réunis pour la constitution du F.C.P., qui doivent être intégralement souscrits et dont le montant ne peut être inférieur au minimum fixé conformément aux dispositions de l'article 31 du présent dahir portant loi;
- la politique d'investissement, notamment les buts spécifiques qu'elle vise et les critères dont elle s'inspire ;
- les modalités et la périodicité de calcul de la valeur liquidative ;
- les modalités d'affectation des résultats et, le cas échéant, de distribution des revenus ;

- les modalités d'évaluation des valeurs détenues en portefeuille ;
- les commissions perçues à l'occasion de la souscription ou du rachat des parts ainsi que le montant maximum des frais de gestion ;
- les dates d'ouverture et de clôture des comptes du F.C.P. ;
- la nature et la fréquence des informations à fournir aux porteurs de parts ;
- les modalités d'amendement du règlement de gestion ;
- les modalités d'émission et de rachat des parts, ainsi que les conditions dans lesquelles -l'émission et le rachat peuvent être suspendus ;
- le montant de l'actif net au-dessous duquel il ne peut être procédé au rachat des parts ;
- le nom du premier commissaire aux comptes, désigné pour trois exercices ;
- les cas de dissolution du F.C.P., sans préjudice des causes légales, ainsi que les conditions de liquidation et les modalités de répartition des actifs.

Article 23

Peuvent exercer les fonctions d'établissement de gestion les personnes morales remplissant les conditions suivantes :

- avoir pour objet exclusif la gestion d'OPCVM ;
- avoir son siège social au Maroc
- disposer d'un capital social dont le montant ne peut être inférieur à un niveau minimum fixé par le ministre chargé des finances, sur proposition du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 24

Après agrément délivré dans les formes et conditions prévues aux articles 32, 33, et 34 du présent dahir portant loi, la constitution de tout F.C.P. résulte de la signature du règlement de gestion par les fondateurs dudit F.C.P. et de la libération intégrale des premières parts.

Article 25

Outre les indications prévues à l'article 22 du présent dahir portant loi, le règlement de gestion mentionne la liste des premiers porteurs de parts ainsi que le montant des versements effectués par chacun d'eux. Il contient en outre l'évaluation des apports en nature ; il y est procédé au vu d'un rapport qui lui est annexé et qui est établi, sous sa responsabilité, par le premier commissaire aux comptes.

Article 26

Dans les trente jours de la constitution de tout F.C.P., l'établissement de gestion doit procéder au dépôt au greffe du tribunal de première instance du lieu de son siège social, des pièces suivantes, en double exemplaire :

- copie ou expédition du règlement de gestion ;
- copie de l'acte d'agrément ;
- le certificat, délivré par l'établissement dépositaire, attestant du dépôt des apports initiaux.

Le dépôt visé à l'alinéa précédent ne présume pas de la nature commerciale du F.C.P.

Article 29

Seuls peuvent exercer la fonction d'établissement dépositaire les personnes morales ayant leur siège social au Maroc suivantes :

- les banques agréées conformément à la législation qui les régit;
- la Caisse de dépôt et de gestion ;
- et les établissements ayant pour objet le dépôt, le crédit, la garantie, la gestion de fonds ou les opérations d'assurance et de réassurance. Ces établissements doivent figurer sur une liste arrêtée par le ministre chargé des finances, après avis du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 30

La S.I.C.A.V., l'établissement de gestion et l'établissement dépositaire doivent présenter des garanties suffisantes, notamment en ce qui concerne leur organisation, leurs moyens techniques et financiers et l'expérience de leurs dirigeants.

Article 31

Le capital initial des S.I.C.A.V. et le montant des apports que les F.C.P. doivent réunir pour leur constitution ne peuvent être inférieurs respectivement à 5 millions de dirhams et 1 million de dirhams.

Les minima fixés à l'alinéa précédent peuvent être augmentés par le ministre chargé des finances, sur proposition du Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Les demandes d'agrément, des projets de statuts des S.I.C.A.V ou de règlements de gestion des F.C.P. doivent être adressées par les fondateurs au Conseil déontologique des valeurs mobilières pour instruction et agrément.

Article 33

Les demandes d'agrément visées à l'article 32 du présent dahir portant loi doivent être accompagnées d'un dossier comprenant les documents fixés par le Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Article 34

L'octroi ou le refus d'agrément des projets de statuts ou de règlement de gestion doit être notifié aux fondateurs de la S.I.C.A.V. ou du F.C.P., par lettre recommandée avec accusé de réception, par le Conseil déontologique des valeurs mobilières, dans un délai de 45 jours à compter de la date de dépôt du dossier complet accompagnant la demande d'agrément.

Le dépôt prévu à l'alinéa précédent doit être attesté par un récépissé délivré par le Conseil déontologique des valeurs mobilières, dûment daté et signé.

Le refus d'agrément doit être motivé.

Article 35

Toute modification des statuts d'une S.I.C.A.V. ou du règlement de gestion d'un F.C.P. est subordonnée à un nouvel agrément du Conseil déontologique des valeurs mobilières, dans les formes et conditions prévues aux articles 32, 33 et 34 ci-dessus.

Article 36

Tous actes et délibérations ayant pour effet la modification de l'une quelconque des clauses des statuts d'une S.I.C.A.V. ou du règlement de gestion d'un F.C.P. sont soumis aux formalités de dépôt, de publicité et de transmission prévues aux articles 19 ou 26 du présent dahir portant loi.

Article 37

Les O.P.C.V.M. doivent faire état dans tous leurs actes, factures, annonces, publications ou autres documents, de leur dénomination, suivie, selon les cas, de la mention F.C.P. ou S.I.C.A.V. Les documents émanant des F.C.P. doivent en outre faire état des dénominations et des adresses de l'établissement dépositaire et de l'établissement de gestion.

Article 38

Le Conseil déontologique des valeurs mobilières établit et tient à jour la liste des S.I.C.A.V. agréées, des établissements dépositaires, des établissements de gestion et des F.C.P. qu'ils gèrent. A sa diligence, la liste initiale et les modifications dont elle fait l'objet sont publiées au « Bulletin officiel ».

Rabat, le 9 janvier 2009.

Note de présentation de la circulaire du CDVM n°01-09 relative aux règles prudentielles régissant l'activité des OPCVM

Cette circulaire abroge et remplace la circulaire n°12-01 relative aux règles prudentielles régissant l'activité des OPCVM, actuellement en vigueur. Cette refonte a principalement pour objet de mettre à jour les modalités pratiques d'application et de calcul des ratios prudentiels applicables aux OPCVM, tels que modifiés par les dernières dispositions légales et réglementaires.

Aussi, cette refonte permet, outre l'uniformisation des modalités de calcul desdits ratios par les gestionnaires, d'encadrer le risque relatif à la composition des actifs des OPCVM. En effet, elle propose une démarche pour traiter la situation des « autres valeurs » dans lesquelles les OPCVM peuvent être tentés d'investir, et qui présentent des profils de risque et de rentabilité parfois très différents des valeurs constituant habituellement les portefeuilles des OPCVM.

En application de la démarche habituelle d'échange et de consultation pratiquée par le CDVM, cette circulaire a été élaborée en étroite collaboration avec l'ensemble des professionnels. Cette démarche concertée de travail a permis ainsi d'intégrer, appliquer et généraliser les meilleures pratiques en termes de gestion de risque. Ce faisant, cette circulaire contribuera à une mise en commun de l'expertise accumulée par les uns et les autres, pour hisser la pratique de la gestion collective dans notre pays vers les meilleurs standards internationaux.

La date d'entrée en vigueur de cette circulaire a été fixée au 1^{er} février 2009.

Rabat, le 9 janvier 2009.

CIRCULAIRE N° 01/09

RELATIVE AUX REGLES PRUDENTIELLES REGISSANT L'ACTIVITE DES OPCVM

La présente circulaire abroge et remplace la circulaire n°12/01 relative aux règles prudentielles régissant l'activité des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM). Elle a pour objet d'uniformiser les modalités de calcul des ratios prudentiels applicables aux OPCVM, de rappeler les différentes dispositions légales et réglementaires relatives auxdites règles et d'encadrer le risque relatif à la composition des actifs d'un OPCVM.

SECTION I : RAPPEL DES DISPOSITIONS LEGALES ET REGLEMENTAIRES

Composition des actifs d'un OPCVM

• Selon les termes de l'article n°78 du Dahir portant loi n°1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM tel que modifié et complété :

« Les actifs des OPCVM doivent être constitués

- de valeurs mobilières cotées à la bourse des valeurs ;
- de valeurs mobilières faisant l'objet de transactions sur tout autre marché réglementé, en fonctionnement régulier et ouvert au public ;
- d'actions ou de parts d'OPCVM ;
- de part d'organismes de placement en capital risque (OPCR) régis par la législation relative aux organismes de placement en capital risque ;
- de part de fonds communs de placement en titrisation (FCPT) régis par la loi n°10-98 relative à la titrisation de créances hypothécaires ;
- de titres de créances négociables ;
- de titres émis ou garantis par l'état.

Ils peuvent également comprendre des liquidités ainsi que d'autres valeurs dans des limites fixées par le ministre chargé des finances, sur proposition du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières. »

- Selon les termes de l'article n°81-1 du Dahir portant loi n°1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM tel que modifié et complété :

« Tout OPCVM ne peut employer en :

- titres de créances négociables émis par des personnes morales dont les titres ne sont pas inscrits à la cote de la Bourse des valeurs ;
- parts d'organismes de placement en capital risque (OPCR) ;
- ou parts de Fonds communs de placement en titrisation (FCPT)
- plus d'un pourcentage déterminé de ses actifs. Ce pourcentage est fixé par arrêté du Ministre chargé des finances, après avis du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières et il ne peut excéder 20 % . »

Règles prudentielles

- Selon les termes de l'article n°80 du Dahir portant loi n°1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM tel que modifié et complété :

« Un OPCVM ne peut employer en valeurs mobilières d'un même émetteur plus d'un pourcentage déterminé de ses actifs. Ce pourcentage est fixé par le ministre chargé des finances, après avis du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières. Il ne peut excéder 20%.

Un OPCVM peut toutefois placer jusqu'à 100% de ses actifs dans des valeurs mobilières émises ou garanties par l'état. »

- Selon les termes de l'article n°81 du Dahir portant loi n°1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM tel que modifié et complété :

« Sans préjudice des dispositions du deuxième alinéa de l'article 80 du présent dahir portant loi, un OPCVM ne peut détenir plus d'un pourcentage déterminé d'une même catégorie de valeurs mobilières émises par un même émetteur. Ce pourcentage est fixé par le ministre chargé des finances, après avis du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières. Il ne peut excéder 20%. »

- Selon les termes de l'article n°84 du Dahir portant loi n°1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM tel que modifié et complété :

« Un OPCVM peut procéder à des emprunts d'espèces dans la limite d'un plafond fixé par le ministre chargé des finances, sur proposition du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières. Cette limite ne peut excéder 10% de ses actifs. »

- Selon les termes de l'Arrêté du ministre des finances et de la privatisation n°1671-07 du 24 août 2007 :

« -Les liquidités qui peuvent être comprises dans les actifs d'un OPCVM ne peuvent dépasser un plafond de 15% de ses actifs ;

-Les autres valeurs qui peuvent être comprises dans les actifs d'un OPCVM doivent être détenues dans des limites fixées par le ministre chargé des finances, sur proposition du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières. »;

-Un OPCVM peut également détenir à son actif, des créances représentatives des opérations de pension qu'il effectue en tant que cessionnaire. Ces créances ne peuvent représenter plus de 100% de ses actifs ;

-L'exposition de l'OPCVM au risque de contrepartie sur un même contractant résultant des opérations de pension susvisées est limitée à 20% de ses actifs. »

• Selon les termes de l'Arrêté du ministre des finances et de la privatisation n°1669 du 24 août 2007 :

« -Les emprunts d'espèces auxquels un OPCVM est autorisé à procéder ne peuvent à aucun moment excéder 10% de ses actifs.

-Si l'OPCVM effectue, en tant que cédant, des opérations de pension, la somme des encours des dettes représentatives de ces dites opérations et des emprunts d'espèces effectués par ledit OPCVM, ne doit pas dépasser 10% de ses actifs. »

• Selon les termes de l'Arrêté du ministre des finances et de la privatisation n°250-05 du 17 mars 2005 :

« -Un OPCVM ne peut employer plus de 10% de ses actifs en valeurs mobilières d'un même émetteur.

-Un OPCVM peut toutefois, porter la limite de 10% prévue au 1er alinéa ci-dessus à un maximum de 15% pour les titres de capital d'un même émetteur. Ce pourcentage concerne uniquement les titres de capital cotés dont la pondération dans l'indice boursier de référence, tel que calculé et publié par la Bourse des valeurs, dépasse 10%.

Dans le cas prévu au 2e alinéa ci-dessus, la valeur totale des titres de capital qu'un OPCVM peut détenir auprès des émetteurs dans chacun desquels il investit plus de 10% ne peut dépasser, en aucun cas, 45% de ses actifs. »

• Selon les termes de la circulaire de l'Office des changes n°1721 du 1er août 2007 relative aux opérations de placement en devises à l'étranger :

« -Un OPCVM peut effectuer des opérations de placements en devises à l'étranger dans la limite de 10% de la valeur de ses actifs. »

Définitions

• Selon le Dahir portant loi n°1-93-213 relatif aux OPCVM tel que modifié et complété, on entend par :

-« OPCVM » : Toute Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV) ou Fonds Commun de Placement (FCP).

- « OPCR » : Organisme de Placement en Capital Risque.

- « FCPT » : Fonds Commun de Placement en Titrisation.

-« Actif net » : le montant de l'actif comptable de l'OPCVM diminué des dettes dudit OPCVM (Article 7).

-« Liquidités » : les fonds déposés à vue ou pour une durée n'excédant pas deux ans (Article 12).

• Selon le Dahir n°1-04-04 portant promulgation de la loi n°24-01 relative aux opérations de pension, on entend par :

-« Pension » : Opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement tel que défini par le dahir portant loi n°1-93-213 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières, ou un fonds de placements collectifs en titrisation tel que défini par la loi n°10-98 relative à la titrisation de créances hypothécaires, cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement ou à un fonds de placements collectifs en titrisation, moyennant un prix convenu, des valeurs, titres ou effets visés à l'article 2 de la présente loi et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les valeurs, titres ou effets, le second à les rétrocéder à un prix et à une date convenus.

• Pour l'application de la présente circulaire, on entend par :

- « Total actifs » : l'actif total d'un OPCVM (correspondant à son actif comptable).

-« Règles prudentielles » : l'ensemble des règles de composition et de répartition des actifs des OPCVM fixées par les lois, arrêtés et circulaires précités.

SECTION II COMPOSITION DES ACTIFS D'UN OPCVM

Article 1 : Investissement des OPCVM dans les « autres valeurs »

Lorsqu'un OPCVM désire détenir dans ses actifs des valeurs autres que celles listées par l'article n°78 du Dahir portant loi n°1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM tel que modifié et complété, il doit au préalable obtenir l'accord du CDVM sur la nature de ces valeurs. A cet effet, il transmet au CDVM un descriptif de la valeur, indiquant notamment :

- ses caractéristiques financières
- ses caractéristiques juridiques
- les engagements immédiats ou dans le futur relatifs à cette valeur
- les risques inhérents à cette valeur
- le mode de comptabilisation (notamment la norme comptable applicable en la matière) et de valorisation de cette valeur.

Le CDVM dispose d'un délai de 5 jours ouvrés pour donner son accord sur la détention par l'OPCVM de ladite valeur. Il peut demander à l'OPCVM tout complément d'information qui lui serait nécessaire pour apprécier la valeur proposée. En cas de non réponse dans le délai de 5 jours, la réponse du CDVM est réputée négative.

Les dépôts pour une durée de plus de 2 ans effectués auprès des établissements de crédit marocains ou étrangers sont considérés comme un actif relevant de la catégorie des « autres valeurs ».

A titre de rappel, les dépôts pour une durée égale ou moins de 2 ans font partie des liquidités.

Article 2 : Liste des « autres valeurs » autorisées

Le CDVM tient à jour la liste des valeurs, assorties de leurs caractéristiques précises, pour lesquelles il a donné son accord selon la procédure présentée à l'article 1. Cette liste est publique. Un accord signifié à un OPCVM pour qu'il détienne une valeur dans son portefeuille est réputé accordé à l'ensemble des

OPCVM sur ladite valeur, ou sur toute valeur qui relèverait exactement des mêmes caractéristiques.

SECTION III

MODALITES DE CALCUL DES RATIOS PRUDENTIELS

Article 3 : Liquidités

Le ratio de liquidité est calculé de la façon suivante : liquidités divisé par actif net. En application de l'Arrêté du ministre des finances et de la privatisation n°1671-07 du 24 août 2007, ce ratio doit être en permanence inférieur ou égal à 15%.

Article 4 : Emprunts d'espèces

Le ratio emprunt d'espèces est calculé de la façon suivante : (emprunts d'espèces + pensions livrées), divisé par actif net.

On entend par emprunts d'espèces, les emprunts à blanc effectués par l'OPCVM.

On entend par pensions livrées, les dettes représentatives des opérations de pensions livrées effectuées par l'OPCVM.

En application de l'Arrêté du ministre des finances et de la privatisation n°1669 du 24 août 2007, ce ratio doit être en permanence inférieur ou égal à 10%.

Article 5 : Créances représentatives des opérations de pensions

Les ratios relatifs aux créances représentatives des opérations de pension sont calculés comme suit :

-créances représentatives des titres reçus en pension, divisé par l'actif net. En application de l'Arrêté du ministre des finances et de la privatisation n°1671-07 du 24 août 2007, ce ratio doit être en permanence inférieur ou égal à 100%.

-créances représentatives des titres reçus en pension de la part d'une même contrepartie, divisé par l'actif net. En application de l'Arrêté du ministre des

finances et de la privatisation n°1671-07 du 24 août 2007, ce ratio doit être en permanence inférieur ou égal à 20%.

On entend par créances représentatives des titres reçus en pension, les créances représentatives des opérations de pensions reçues effectuées par l'OPCVM.

On entend par créances représentatives des titres reçus en pension de la part d'une même contrepartie, les créances représentatives des opérations de pensions reçues effectuées par l'OPCVM avec une même contrepartie.

Article 6 : Ratios de division des risques

En application de l'Arrêté du ministre des finances et de la privatisation n°250-05 du 17 mars 2005 :

- Le pourcentage des titres détenus par l'OPCVM et émis par un même émetteur par rapport à l'actif net de l'OPCVM, doit être en permanence inférieur ou égal à 10%. Ce pourcentage peut atteindre 100% pour les titres émis ou garantis par l'Etat marocain.

- Le ratio précédent peut atteindre 15% pour les titres de capital cotés dont la pondération dans l'indice boursier de référence, tel que calculé et publié par la Bourse des valeurs, dépasse 10%. Il est rappelé par ailleurs que le cumul des valeurs mobilières de toutes natures (notamment Actions et Obligations), émises par un même émetteur, est plafonné par les dispositions de l'article 80 du Dahir portant loi n°1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM tel que modifié et complété.

- Le rapport entre la valeur totale des titres de capital qu'un OPCVM détient auprès des émetteurs dans chacun desquels il investit plus de 10% et son actif net ne peut dépasser, en aucun cas, 45%.

- Le rapport entre la quantité de titres de même catégorie, émis par un même émetteur, détenus par l'OPCVM d'une part, et la quantité globale de ces mêmes titres existant sur le marché d'autre part, doit être en permanence inférieur ou égal à 10%. Ce pourcentage peut atteindre 100% pour les titres émis ou garantis par l'Etat marocain.

Sont considérés comme relevant d'une même catégorie de valeurs mobilières :

- Les actions, certificats d'investissements, droits d'attribution ou de souscription émis par un même émetteur ;

- Les obligations et titres de créance négociables émis par un même émetteur ;

- Les actions ou parts d'un même OPCVM.

En application de l'article n°81-1 du Dahir portant loi n°1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM tel que modifié et complété :

- Le pourcentage par rapport à l'actif net d'un OPCVM, de la somme des valeurs des TCN émis par des personnes morales dont les titres ne sont pas inscrits à la cote de la Bourse des Valeurs, des parts d'OPCR et des parts de FCPT détenus par l'OPCVM doit être en permanence inférieur ou égal à 20%.

Article 7 : Ratio placement à l'étranger

Le ratio placement à l'étranger est calculé comme suit :

Le pourcentage par rapport à l'actif net, de la somme des soldes créditeurs de l'ensemble des comptes en devises étrangères ouverts au nom d'un OPCVM, majorée de la valeur en portefeuille des titres libellés en devises étrangères déjà acquis par le même OPCVM.

En application de la circulaire de l'Office des changes n°1721 du 1er août 2007 relative aux opérations de placement en devises à l'étranger, ce ratio doit être en permanence inférieur ou égal à 10%.

SECTION IV INVESTISSEMENT EN TITRES D'OPCVM

Article 8 : Investissement réciproque

Il est recommandé à tout OPCVM de ne pas détenir de parts ou actions d'un autre OPCVM lui-même investi en parts ou actions du premier OPCVM.

SECTION V OBLIGATIONS

Article 9 : Respect permanent des règles prudentielles

Les règles prudentielles édictées, aux sections ci-dessus, sont respectées en permanence par l'OPCVM.

En cas de non-respect desdites règles, les OPCVM concernés en rendent compte, sans délai, au CDVM, en indiquant les causes du non-respect et les mesures prises pour régulariser la situation.

Article 10 : Moyens

Les OPCVM se dotent de moyens adéquats et mettent en place les procédures nécessaires leur permettant de :

- s'assurer en permanence du respect des règles prudentielles précitées ;
- répondre à toute demande d'information du CDVM.

SECTION VI

SANCTIONS ET DATE D'EFFET

Article 11 : Sanctions

L'article 115 du Dahir portant loi n°1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM tel que modifié et complété dispose que :

« Sont punis d'une amende de 20.000 à 60.000 DH, les dirigeants d'une SICAV ou ceux de l'établissement de gestion d'un FCP qui :

-au nom de la SICAV ou du FCP, se livrent à des opérations autres que la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières et de liquidités;

-ne respectent pas les obligations de placement édictées au titre IV relatif à la politique de placement des OPCVM et ou ne se conforment pas au délai prescrit par l'article 83 ci-dessus;

-procèdent à des emprunts d'espèces au delà du plafond réglementaire visé à l'article 84 du présent dahir portant loi »

Article 12 : Date d'effet

Les dispositions de la présente circulaire prennent effet à compter du 1er février 2009.

TABLE DES MATIERES

<i>INTRODUCTION.....</i>	<i>01</i>
<i>I - Survol historique des OPCVM.....</i>	<i>05</i>
<i>A- Dans les pays du monde.....</i>	<i>06</i>
<i>1- Les expériences anglo-saxonnes.....</i>	<i>06</i>
<i>2 - Les expériences européennes.....</i>	<i>09</i>
<i>B- La transplantation au Maroc.....</i>	<i>13</i>
<i>II- Utilité des OPCVM.....</i>	<i>17</i>
<i>A- Protection et amélioration de l'épargne.....</i>	<i>17</i>
<i>B- Intensification de l'activité boursière.....</i>	<i>19</i>
<i>PREMIÈRE PARTIE : Les insuffisances du contrôle interne.....</i>	<i>27</i>
<i>Chapitre 1 : Le commissaire aux comptes : un organe classique des sociétés.....</i>	<i>32</i>
<i>Section 1 : L'évolution de la profession du commissariat aux comptes.....</i>	<i>33</i>
<i>- En France</i>	<i>34</i>
<i>- Au Maroc</i>	<i>37</i>
<i>Paragraphe 1 : Statut du commissaire aux comptes.....</i>	<i>41</i>
<i>A- Les modalités de nomination du commissaire aux comptes au sein de l'OPCVM.....</i>	<i>41</i>
<i>1- Nomination à la constitution.....</i>	<i>43</i>
<i>2- Nomination en cours de vie.....</i>	<i>43</i>
<i>B- La cessation des fonctions du commissaire aux comptes.....</i>	<i>44</i>
<i>1- Arrivée du terme.....</i>	<i>44</i>
<i>2- Révocation.....</i>	<i>45</i>
<i>3- Récusation.....</i>	<i>46</i>
<i>4- Démission.....</i>	<i>47</i>
<i>Paragraphe 2 : Missions du commissaire aux comptes.....</i>	<i>48</i>
<i>A- Missions du commissaire aux comptes.....</i>	<i>48</i>
<i>1- Attributions du commissaire aux comptes.....</i>	<i>49</i>
<i>a- Evaluation des apports en nature.....</i>	<i>52</i>
<i>b- Convocation de l'assemblée générale.....</i>	<i>54</i>
<i>c- Fusion scission absorption.....</i>	<i>55</i>
<i>d- Liquidation.....</i>	<i>55</i>
<i>2- Les Droits et prérogatives du commissaire aux comptes.....</i>	<i>56</i>

<i>B- Responsabilité du commissaire aux comptes.....</i>	<i>57</i>
<i>1- Responsabilité civile.....</i>	<i>59</i>
<i>2- Responsabilité pénale.....</i>	<i>64</i>
<i>3- Responsabilité disciplinaire.....</i>	<i>66</i>
<i>Section 2 : L'indépendance, garantie de l'efficacité de ces missions.....</i>	<i>67</i>
<i>Paragraphe 1 : La consécration législative de ce principe.....</i>	<i>68</i>
<i>A- L'objectif d'indépendance par la gestion des conflits d'intérêts.....</i>	<i>69</i>
<i>B- Les honoraires du commissaire aux comptes.....</i>	<i>75</i>
<i>Paragraphe 2 : Le renforcement de ce principe.....</i>	<i>77</i>
<i>A- La création d'une commission de déontologie.....</i>	<i>77</i>
<i>B- Le Haut conseil du commissariat aux comptes.....</i>	<i>79</i>
<i>1- Statut et missions du Haut conseil.....</i>	<i>79</i>
<i>2- Le positionnement du Haut conseil dans l'architecture de la profession.....</i>	<i>80</i>
<i>Section 3 : Les règles de gestion au sein des OPCVM.....</i>	<i>86</i>
<i>Paragraphe 1 : Respect des principes déontologiques.....</i>	<i>87</i>
<i>Paragraphe 2 : Le principe de séparation des fonctions des acteurs au sein d'OPCVM.....</i>	<i>91</i>
<i>Chapitre II : La participation d'autres intervenants au contrôle du respect de la réglementation au sein des OPCVM</i>	<i>96</i>
<i>Section 1 : La fonction du contrôleur interne au sein des OPCVM.....</i>	<i>97</i>
<i>Paragraphe 1 : Le contrôle interne : Un atout pour les OPCVM.....</i>	<i>98</i>
<i>A- Les contours de la notion du contrôle interne.....</i>	<i>98</i>
<i>B- Les particularités du contrôle interne dans les OPCVM.....</i>	<i>101</i>
<i>Paragraphe 2 : Champ d'intervention du contrôleur interne.....</i>	<i>103</i>
<i>A- Moyens d'actions du contrôleur interne.....</i>	<i>103</i>
<i>B- Missions du contrôleur interne.....</i>	<i>105</i>
<i>1- Respect des dispositions légales et réglementaires en vigueur.....</i>	<i>105</i>
<i>2- Déontologie.....</i>	<i>106</i>
<i>3- Opération pour comptes propres des membres.....</i>	<i>106</i>
<i>4- Sécurité informatique.....</i>	<i>107</i>
<i>5- Traitement des réclamations de la clientèle et des contreparties.....</i>	<i>108</i>
<i>Paragraphe 3 : Identification des défaillances et insuffisances du contrôle interne.....</i>	<i>109</i>
<i>A- Défaillance du contrôle interne.....</i>	<i>109</i>
<i>1- Défaillance du contrôle opéré par les régulés eux-mêmes.....</i>	<i>109</i>
<i>2- Défaillance du contrôle opéré les régulateurs.....</i>	<i>111</i>
<i>a- Une trop grande concentration sur la surveillance micro prudentielle.....</i>	<i>112</i>
<i>b- Des moyens mis à la disposition des régulateurs nettement insuffisant.....</i>	<i>112</i>
<i>c- Une politique de sanction probablement peu dissuasive.....</i>	<i>112</i>

<i>B- Les réformes à venir.....</i>	<i>115</i>
<i>a- Modification du règlement CRBF n°97-02.....</i>	<i>115</i>
<i>b- Création d'une nouvelle autorité de contrôle prudentiel.....</i>	<i>115</i>
<i>c-Adoption d'une architecture de supervision par objectifs.....</i>	<i>116</i>
<i>Section II : L'établissement dépositaire : Un organe original de l'OPCVM.....</i>	<i>117</i>
<i>Paragraphe 1 : Statut de l'établissement dépositaire.....</i>	<i>124</i>
<i>A- Désignation, Rémunération et Cessation de fonctions de l'établissement dépositaire.....</i>	<i>124</i>
<i>1-Désignation.....</i>	<i>124</i>
<i>2- Rémunération.....</i>	<i>129</i>
<i>3- Cessations des fonctions du dépositaire.....</i>	<i>130</i>
<i>B- Nature juridique des fonctions de l'établissement dépositaire.....</i>	<i>132</i>
<i>C- Le dépositaire et les autres notions voisines.....</i>	<i>135</i>
<i>1- Le promoteur.....</i>	<i>135</i>
<i>2- Le conservateur.....</i>	<i>136</i>
<i>3- Le distributeur.....</i>	<i>137</i>
<i>4- Les conseillers en investissement.....</i>	<i>139</i>
<i>Paragraphe 2 : Missions et moyens de l'établissement dépositaire.....</i>	<i>140</i>
<i>A- La garde des actifs.....</i>	<i>140</i>
<i>1- Les incidences de la dématérialisation sur la mission de la garde des actifs.....</i>	<i>141</i>
<i>2- Droits et obligations de l'établissement dépositaire en matière de garde des actifs.....</i>	<i>142</i>
<i>a- Au niveau d'attributions.....</i>	<i>143</i>
<i>a1- Obligation de conservation.....</i>	<i>143</i>
<i>a2- Obligation d'information.....</i>	<i>146</i>
<i>-Information des actionnaires ou porteurs de parts de l'OPCVM.....</i>	<i>146</i>
<i>- Information de l'organe de gestion.....</i>	<i>147</i>
<i>-Information de l'autorité de tutelle.....</i>	<i>148</i>
<i>3- Obligation de restitution.....</i>	<i>149</i>
<i>b- Au niveau des modalités d'exercice (par nature d'actifs).....</i>	<i>152</i>
<i>B- Mission de contrôle.....</i>	<i>154</i>
<i>1- Nature et étendue du contrôle du dépositaire.....</i>	<i>155</i>
<i>2- Moment du contrôle.....</i>	<i>157</i>
<i>a- Contrôle a priori.....</i>	<i>157</i>
<i>b- Contrôle a posteriori.....</i>	<i>158</i>
<i>C- Responsabilité du dépositaire.....</i>	<i>161</i>
<i>1- Le domaine de la responsabilité civile du dépositaire.....</i>	<i>162</i>
<i>2- La nature de la responsabilité du dépositaire.....</i>	<i>164</i>
<i>a- Responsabilité individuelle.....</i>	<i>164</i>

<i>b- Responsabilité solidaire.....</i>	<i>164</i>
<i>3- Obligation de moyens ou de résultats.....</i>	<i>165</i>
<i>Deuxième partie : La nécessité d'un contrôle externe.....</i>	<i>168</i>
<i>Chapitre 1 : Le contrôle par les autorités administratives professionnelles.....</i>	<i>170</i>
<i>Section 1 : Au Maroc : le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières(CDVM).....</i>	<i>171</i>
<i>Paragraphe 1 : Le (CDVM) : une institution spécialisée à caractère public.....</i>	<i>173</i>
<i>A- Organisation et fonctionnement.....</i>	<i>174</i>
<i>B- Appréciations critiques sur la nature juridique du (CDVM).....</i>	<i>179</i>
<i>Paragraphe 2 : Le (CDVM) : un véritable gendarme du marché.....</i>	<i>182</i>
<i>A- La fonction du Contrôle de l'information.....</i>	<i>183</i>
<i>1- Contrôle préalable.....</i>	<i>184</i>
<i>2- Contrôle périodique.....</i>	<i>185</i>
<i>B- La fonction de surveillance des organes sociaux.....</i>	<i>187</i>
<i>1- L'immixtion du CDVM auprès du commissaire aux comptes.....</i>	<i>188</i>
<i>2- L'établissement dépositaire.....</i>	<i>189</i>
<i>3- Le contrôle interne.....</i>	<i>189</i>
<i>C- Les pouvoirs du Conseil déontologique des valeurs mobilières.....</i>	<i>190</i>
<i>1-Le pouvoir réglementaire et para-réglementaire du Conseil déontologique des valeurs mobilières.....</i>	<i>190</i>
<i>2- Pouvoir d'investigation.....</i>	<i>192</i>
<i>3- Pouvoirs liés à la gestion de l'épargne publique.....</i>	<i>194</i>
<i>Section 2 : En France : L'Autorité des Marchés Financiers(AMF).....</i>	<i>196</i>
<i>Paragraphe 1 : L'origine de l'AMF : La fusion de la COB et du CMF.....</i>	<i>198</i>
<i>A- Le Conseil des Marchés Financiers (CMF).....</i>	<i>198</i>
<i>1- La nature juridique.....</i>	<i>198</i>
<i>2- Les pouvoirs du CMF.....</i>	<i>199</i>
<i>B- La Commission des Opérations de Bourse (COB).....</i>	<i>200</i>
<i>1- La nature juridique de la COB.....</i>	<i>200</i>
<i>2- Ses pouvoirs.....</i>	<i>201</i>
<i>Paragraphe 2 : La réforme vers l'unification du régime de contrôle de la gestion financière</i>	<i>202</i>
<i>A- Le paysage institutionnel de l'AMF.....</i>	<i>203</i>
<i>1- L'AMF est une autorité.....</i>	<i>203</i>
<i>2- L'AMF est autorité publique.....</i>	<i>204</i>
<i>3- L'AMF, une autorité indépendante.....</i>	<i>206</i>
<i>4- L'AMF, une autorité dotée de la personnalité morale.....</i>	<i>207</i>
<i>B- Des missions identiques.....</i>	<i>208</i>
<i>1- Les domaines de compétences de l'AMF.....</i>	<i>209</i>

<i>a- Les domaines de compétences traditionnels.....</i>	<i>209</i>
<i>b- Les domaines de compétences au lendemain de la loi de sécurité financière.....</i>	<i>210</i>
<i>2- Les pouvoirs de l’Autorité des marchés financiers.....</i>	<i>211</i>
<i>a- Le pouvoir réglementaire.....</i>	<i>212</i>
<i>b- Le pouvoir d’autorisation.....</i>	<i>215</i>
<i>c- Autres pouvoirs.....</i>	<i>215</i>
<i>Paragraphe 3 : L’autorité du contrôle prudentiel (ACP) : Le nouveau cadre procédural.....</i>	<i>216</i>
<i>A- Nature et composition de l’ACP.....</i>	<i>220</i>
<i>1- La séparation des fonctions de contrôle, de poursuite, de jugement instauré par l’ordonnance.....</i>	<i>221</i>
<i>a- L’organe de contrôle : Le secrétaire général.....</i>	<i>221</i>
<i>b- L’organe de poursuite : Le collège.....</i>	<i>223</i>
<i>c- L’organe de jugement : La Commission de sanctions.....</i>	<i>226</i>
<i>2- L’institution de la LRBF d’une phase d’instruction diligenté par un rapporteur indépendant.....</i>	<i>227</i>
<i>B- En contrepartie, un pouvoir répressif plus important.....</i>	<i>229</i>
<i>1- Aggravations des sanctions encourues devant la Commission des sanctions.....</i>	<i>229</i>
<i>a- Des sanctions pécuniaires substantiellement plus élevées.....</i>	<i>229</i>
<i>b- Un principe de publication des décisions.....</i>	<i>230</i>
<i>2- Un collège doté de véritable possibilité d’action.....</i>	<i>230</i>
<i>a- Le maintien de pouvoir de police administrative.....</i>	<i>230</i>
<i>b- La représentation du collège devant la Commission des sanctions.....</i>	<i>231</i>
<i>c- Le droit de recours contre les décisions de la Commission de sanctions.....</i>	<i>231</i>
<i>Chapitre II : Le contrôle au sein des OPCVM par la répression.....</i>	<i>233</i>
<i>Section 1 : La sanction directe par l’AMF et le CDVM.....</i>	<i>234</i>
<i>Paragraphe 1 : Le pouvoir de sanction administrative et disciplinaire.....</i>	<i>236</i>
<i>A- Pouvoir de sanction administrative.....</i>	<i>236</i>
<i>B- Pouvoir de sanction disciplinaire.....</i>	<i>241</i>
<i>1- Relèvement du plafond des sanctions.....</i>	<i>243</i>
<i>2- Instauration d’un mécanisme de composition administrative.....</i>	<i>245</i>
<i>3- Amélioration de la procédure de sanction.....</i>	<i>247</i>
<i>Paragraphe 2 : La protection des droits de la défense.....</i>	<i>253</i>
<i>Section 2 : La sanction indirecte par les tribunaux.....</i>	<i>257</i>
<i>Paragraphe 1 : La sanction civile.....</i>	<i>257</i>
<i>A- La nature juridique des actes rendus par l’autorité de régulation.....</i>	<i>258</i>
<i>B- Les voies de recours.....</i>	<i>259</i>
<i>Paragraphe 1 : La sanction pénale.....</i>	<i>263</i>

<i>A- Le rôle de l'AMF et le CDVM dans la définition des infractions pénales.....</i>	<i>263</i>
<i>1- Les délits boursiers.....</i>	<i>263</i>
<i>a- Le délit d'initié.....</i>	<i>265</i>
<i>a1- Les conditions constitutives du délit d'initié.....</i>	<i>267</i>
<i>a2- Les personnes visées.....</i>	<i>272</i>
<i>b- Le délit de communication d'informations privilégiées.....</i>	<i>274</i>
<i>c- Le délit de diffusion de fausses informations.....</i>	<i>276</i>
<i>a1- L'élément matériel.....</i>	<i>277</i>
<i>a2- L'élément moral.....</i>	<i>279</i>
<i>d- Le délit de manipulation de cours et entrave au libre fonctionnement du marché.....</i>	<i>280</i>
<i>a1- L'élément matériel.....</i>	<i>281</i>
<i>a2- L'élément moral.....</i>	<i>281</i>
<i>2- La sanction des délits boursiers.....</i>	<i>284</i>
<i>a- Les mécanismes de lutte contre les délits boursiers.....</i>	<i>284</i>
<i>a1- Dispositions préventives.....</i>	<i>284</i>
<i>b2- Dispositions répressives.....</i>	<i>285</i>
<i>b- Les difficultés pouvant être rencontrées.....</i>	<i>287</i>
<i>B- Le rôle de l'autorité de tutelle dans le déclenchement des poursuites pénales.....</i>	<i>290</i>
<i>CONCLUSION.....</i>	<i>294</i>
<i>BIBLIOGRAPHIE.....</i>	<i>297</i>
<i>GLOSSAIRE.....</i>	<i>322</i>
<i>ANNEXES.....</i>	<i>355</i>

RESUME

L'impressionnante évolution de l'industrie de la gestion au cours de ces quinze dernières années, notamment par l'utilisation des techniques de gestion et de financements novatrices ainsi que le recours à des produits structurés de plus en plus complexes, a conduit l'industrie des d'OPCVM à vivre de profondes mutations.

En effet, le caractère public de l'épargne collective et le rôle stratégique que jouent les OPCVM en matière de sa canalisation vers le secteur productif, ont conduit le législateur à confier le contrôle de ces organismes à divers organes. L'efficacité, la productivité et la transparence sont de nos jours les maîtres mots dans les milieux financiers. Tous les opérateurs se trouvent dans l'obligation de mettre en œuvre des règles plus pertinentes et plus rigoureuses pour gagner cette bataille. L'étude du contrôle des OPCVM, revient à occulter l'un des principes essentiels des marchés financiers : La nécessité de sécurité et de confiance. En effet, les investisseurs ne s'engageront dans des placements financiers, que si les produits proposés offrent des garanties suffisantes. Cette confiance peut être établie par le contrôle exercé sur ces derniers, ce contrôle est réglementaire ou légale, il s'agit du commissaire aux comptes, entant qu'organe classique des sociétés, le contrôle interne comme atout des OPCVM, le dépositaire comme organe original de ces derniers et enfin l'organe clef de la protection des marchés financiers qui est l'autorité de tutelle.

MOTS CLEFS

Dépositaire, autorité de tutelle, investissement, commissaire aux comptes, obligation d'information, agrément, SICAV, FCP.

TITRE EN ANGLAIS

The control within the UCITS: A comparative study between the French and Moroccan law.

RESUME EN ANGLAIS

The impressive evolution of industry management over these past fifteen years, including by the use of the techniques for managing and funding innovative and the use of more structured products increasingly complex, has led the industry and of UCITS to live profound changes.

Indeed, the public nature of the collective savings and the strategic role of UCITS in the pipe to the productive sector, led the legislature to entrust the control of these agencies in various organs. Efficiency, productivity and transparency are the watchwords of our days in the financial community. All operators are obliged to implement the more relevant and more stringent rules to win this battle. The study of the control of the UCITS, returned to obscure one of the fundamental principles of the financial markets: the need for security and confidence. Indeed, investors commit in financial investments, that if the proposed products offer sufficient guarantees. This trust can be established by the control exercised over these last, this control is regulatory or legal, is the Commissioner of accounts, just as classical organ of the companies, the internal control as UCITS asset, the depositary as original body of the latter and finally the body key to the protection of the financial markets is the supervisory authority.