

## **La moralisation du marché boursier entre régulation administrative et répressive : quelle efficacité ?**

### **Moralization of the stock market between administrative and repressive regulation: what efficiency?**

**Pr. EL OUAZZANI CHAHDI LOUBNA**

Professeur Habilité de droit privé

FSJES Souissi Rabat, Université Mohammed V

Laboratoire des études juridiques, politiques et économiques

[l.elouazzanichahdi@um5s.ac.ma](mailto:l.elouazzanichahdi@um5s.ac.ma)

## Résumé

Le droit pénal occupe de plus en plus une place importante au sein de la régulation financière et boursière, fondée sur l'utilisation d'informations privilégiées, le délit d'initié en demeure l'infraction phare.

Ce recours à la répression, défendu par certains qui le considèrent comme le meilleur moyen pour moraliser la spéculation boursière, il reste néanmoins contesté par une bonne partie de la doctrine. Car la pénalisation du droit boursier et l'octroi de pouvoir répressif à des autorités administratives indépendantes, malgré les avantages que ce système offre et les arguments avancés à son égard, il n'en demeure pas loin qu'il soulève des difficultés objet d'analyse de la présente contribution.

**Mots clés :** marché boursier, droit pénal financier, pénalisation, régulation administrative, délits boursiers.

## Abstract

Criminal law occupies an important place in the regulation of the stock market, is based on the use of privileged information. Insider trading remains the flagship offense.

This recourse to repression, defended by some who consider it necessary to moralize stock market speculation, remains disputed by much of the doctrine that pleads for decriminalization of stock market law through the use of administrative regulation. Despite the advantages and arguments advanced about this system; it does not remain far from it that it raises difficulties object of analysis of the present contribution

**Key words :** stock market, financial criminal law, penalization, administrative regulation, stock market offenses

## Introduction

L'importance des enjeux financiers et des intérêts économiques, ont depuis longtemps justifié la mise en place d'un système répressif comme instrument de régulation du droit boursier.

C'est ainsi que le contrôle des opérations boursières s'est largement intensifié dans les législations qui se sont succédé depuis le Dahir de 1993 portant création du Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM) aujourd'hui transformé en autorité des marchés des capitaux (AMMC) par loi 43-12 de 2013.

En effet, la plupart des législations ont recours aux sanctions pénales pour réprimer les atteintes à la sécurité, la moralité et la crédibilité des affaires en général.

Dans le domaine boursier les sanctions répriment les atteintes à l'intégrité, la transparence des marchés financiers mais aussi l'égalité sur le marché tel le délit d'initié.

Si en droit anglo-saxon, le législateur réprime ces atteintes sur le fondement des incriminations générales de droit commun (escroquerie, abus de confiance), le législateur marocain suivant l'exemple de son homologue français a fait le choix de créer des incriminations propres aux activités boursières.

Ce droit pénal boursier va constituer la seule garantie efficace de la fiabilité et de la sécurité des marchés financiers. Cependant, ce système juridico-financier soulève plusieurs questions :

- La répression pénale est elle la meilleure solution pour assurer la sécurité et la stabilité du système financier, ou au contraire faut il recourir à d'autres modes de contrainte ?
- La régulation administrative jumelée à la répression pénale est-elle beaucoup plus efficace ?
- Cette dualité de système et l'octroi de pouvoir répressif à des autorités administratives n'est t-il pas contraire aux principes du droit ?

C'est à la lumière des récentes évolutions législatives qu'a connu le droit financier marocain (loi 43-12), et celles du droit comparé que nous allons essayer d'apporter quelques éléments de réponses à cette problématique, en traitant en premier la question de la pénalisation et la dépenalisation de la législation boursière (1) et en deuxième lieu les forces et les limites de la régulation administrative (2).

## **1-REGLEMENTATION FINANCIERE ET BOURSIERE ENTRE PENALISATION ET DEPENALISATION**

Le mouvement de réformes du droit marocain amorcé durant les années 2000 n'a pas cessé d'évoluer en témoigne les récentes refontes dont il a fait l'objet depuis 2010. Ceci a conduit à la multiplication des incriminations et des sanctions, et donné ainsi naissance à un nouveau droit pénal marocain des affaires.

Ce droit pénal spécial répond à une politique criminelle d'encadrement et de renforcement des mécanismes sociaux destinés à endiguer les menaces qu'un capitalisme pur et dur peut faire peser sur les intérêts privés, publiques et sur les institutions ( Delmas Marty, 2000)

### **1-1La pénalisation du droit boursier gage de la sécurité financière**

La pénalisation du droit boursier s'inscrit dans le mouvement de croissance du dispositif répressif qu'a connu la régulation économique au Maroc à partir des années 90 et surtout la décennie 2000.

Outre les apports positifs qu'ils ont introduits, ces textes ont multiplié les incriminations et les sanctions. cette pénalisation accrue de l'activité économique concerne tous les domaines: Droit des sociétés (loi 17-95 et loi 5-96), Droit bancaire ( loi de 1993 et 2006), Droit boursier (1993, 2014) Droit de la concurrence (2000-2014) Droit de la propriété industrielle ( 2000 et 2006) .

Sans oublier les textes de droit commun, qui ont subi à leur tour des réformes importantes, notamment le code pénal qui a connu plusieurs réformes partielles à partir de 2003. nous citerons dans ce contexte la loi anti-blanchiment instituant un dispositif pénal de lutte contre le blanchiment de capitaux ( loi 43-05) de 2007 modifié et complété en 2011( 13-10) puis en 2014.

Bien que le droit boursier fonctionne classiquement selon un principe de liberté et d'autorégulation.

Le recours à l'arme pénale devient nécessaire lorsque sont en danger les tiers et les épargnants, parfois tous les citoyens. ( Pradel J, 2009)

La régulation par la répression est donc un instrument parmi d'autres qui permet d'assurer la bonne marche de la bourse. Cet outil permet de pénaliser les pratiques frauduleuses qui portent atteinte à la transparence de l'information diffusée par les émetteurs ou les intermédiaires financiers, à l'égalité des intervenants sur le marché ou encore à l'intégrité du marché boursier.

Le contrôle des opérations boursières répond ainsi à la préoccupation principale d'assurer la sécurité et l'intégrité du marché financier.

Les délits boursiers ont donc été institués et renforcés en droit Marocain afin d'éviter tout comportement susceptible de fausser le marché des valeurs mobilières.

Aujourd'hui, il existe trois grands types d'infractions boursières :

Le délit d'initié, infraction phare du droit boursier, a été instauré en France dans les années 70 (Delams Marty, 2000) , au Maroc c'est l'article 25 du dahir de 1993 qui l'a prévu afin de sanctionner les atteintes à l'égalité des investisseurs. Puis repris par l'article 42 de la nouvelle loi 43-12, celle ci dispose « toute personne qui dispose 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 puni d'un emprisonnement de trois mois à deux ans et d'une amende pouvant atteindre le quintuple du profit éventuellement réalisé, sans qu'elle puisse être inférieur à 200.000 dhs, ou l'une de ces deux peines seulement » (article 42 de la loi 43-12).

Qu'est qu'une information privilégiée? l'article 42 précise qu'il s'agit de toute information inconnue du public relative à un ou plusieurs émetteurs financiers ou instruments financiers, et qui est susceptible une fois connue du public, d'affecter le cours des instruments financiers concernés.

La cour de cassation française la définit comme étant toute information précise, confidentielle et de nature à influencer sur les cours (Véron, 2013), ce qui a permis d'en dégager les deux caractéristiques suivantes :

Primo, il doit s'agir d'une information précise qui la distingue de la simple rumeur; car elle doit avoir pour objet un fait déterminé tel par exemple la conclusion d'un contrat ou une situation financière chiffrée.

Secundo, une information de nature à influencer sur le cours de la valeur, c'est-à-dire, une information qui, par elle seule, peut déterminer les investisseurs à opérer sur le marché.

Et enfin, une information confidentielle, c'est-à-dire n'est connue que d'un cercle restreint de personnes tel l'ensemble des administrateurs d'une société. Et elle cesse de l'être, si elle est clairement portée à la connaissance du public par insertion d'avis dans un journal spécialisé, communiqué de presse.

Les investissements boursiers vont de pair avec un aléa. Or celui-ci cesse quand certains opérateurs du marché disposent d'informations dont ne disposent pas les autres investisseurs et, spécialement, les petits épargnants. C'est pourquoi est dans un souci de protection de

l'ordre public boursier, on a eu recours à la sanction pénale pour réprimer l'utilisation d'informations privilégiées, celles dont ne dispose pas le public. Les détenteurs de telles informations sont soumis à une obligation d'abstention qui ne cesse que lorsque l'information devient publique. ( M PLde Leyssac, 2009 ,op.cit, p442)

Le second délit est **la fausse information du marché**, la diffusion et la fiabilité de l'information sont particulièrement considérées comme vitales pour le bon fonctionnement des marchés financiers, qui ne peuvent attirer les épargnants qu'à la condition que ceux-ci puissent choisir en toute connaissance les titres dans lesquels ils investissent.

C'est dans cette optique que l'article 44 de la loi punit toute personne qui aura sciemment répandu dans le public, des informations fausses ou trompeuses de nature à agir sur le cours ou d'induire autrui en erreur sur les perspectives ou la situation d'un émetteur d'instruments financiers. D'un emprisonnement de trois mois à deux ans et d'une amende de 10.000 dhs à 500.000 dhs ou l'une de ces deux seulement.

Dans ce délit la nature des informations est identique à celle du délit d'initié, mais s'en distingue car il ne s'agit pas d'informations confidentielles, mais d'informations fausses ou trompeuses.

En France, les juges ont retenu ce délit dans des hypothèses très variées : en cas de diffusion d'informations relatives à la situation financière de la société sur ses comptes, sur ses résultats ou encore ses perspectives. Il a été retenu également en cas de présentation par les dirigeants sociaux au moyen de communiqués à la presse, de leur sociétés comme étant en état de redressement, alors qu'elle était en état de cessation des paiements. De même en cas de fausse information relative à l'augmentation du capital ou une surestimation importante dans le chiffre d'affaires global d'une société ( Agathe Lepage, 2015)

Le troisième délit est le plus ancien des délits boursiers, **c'est le délit de manipulation des cours**, introduit en France en 1926 (ancien article 419 du code pénal) pour lutter contre les spéculations illicites. ( Leyssac 2009), il fut réintroduit suite au Krach boursier de 1987 dans l'article L465-2 al 1 du code monétaire et financier ( Aghathe Lepage, 2015) ; au Maroc, il fait l'objet de l'article 44 al 2 de la loi 43-12 qui punit des mêmes peines que le délit de fausses informations, toute personne exerce ou tente d'exercer une manœuvre ayant pour objet d'agir sur les cours ou d'entraver le fonctionnement régulier du marché en induisant autrui en erreur.

Ce délit consiste à adresser par des manœuvres un faux signal aux investisseurs boursiers, comme le délit d'information fausse ou trompeuse, il vise à protéger le fonctionnement du

marché contre l'altération de l'information. il peut lui aussi être le fait de toute personne. Cependant, il est beaucoup plus difficile à caractériser que le délit d'information fautive ou trompeuse, d'où la rareté des décisions jurisprudentielles aussi bien au Maroc qu'en France.

De là et pour toutes les raisons avancées, l'enjeu de l'intervention du droit pénal est déterminant, car les pratiques illicites peuvent menacer des acteurs essentiels de l'économie et même l'économie entière ; d'où la pénalisation de certains comportements tel le délit d'initié et bien qu'il existe aussi un droit administrato-répressif de la compétence du régulateur des marchés boursiers (Bonfils, 2009).

A cela il ne faut omettre de souligner que les dispositions de droit commun se sont révélés inadaptés face une criminalité complexe, dont les protagonistes « criminels en col blancs » sont des professionnels, des initiés et partant ont souvent recours à des pratiques frauduleuses, ingénieuses. Qui portant sur des sommes considérables, la "délinquance en col blanc" est d'autant plus dangereuse qu'elle est dissimulée par le recours à des techniques rendant la découverte de l'infraction très difficile, montages financiers complexes, etc. ( Geneviève Guidicelli-delage, 2006) .

Toutefois, l'efficacité de la régulation par la répression est ouvertement remise en cause, dans certains domaines techniques comme la bourse, la concurrence.

Ce constat est d'autant plus vrai que cette situation de pénalisation législative importante, contraste toutefois dans les faits avec le faible nombre de poursuites pénales et condamnations ce qui nuit à l'efficacité de la sanction pénale qui se trouve rarement appliquée.

Le bilan coercitif du CDVM reflète l'inertie de ce dernier puisqu'il ne fait état d'aucune poursuite pénale, le dernier rapport annuel de 2015, avant de sa transformation en AMMC, nous fournissent des illustrations à cet égard qui confirment ce constat. Au cours de 2015, le CDVM a seulement prononcé 19 sanctions disciplinaires et pécuniaires à l'égard d'opérateurs ayant commis des manquements au marché financier.( rapport d'activité annuel CDVM, 2015).

## **1-2 Dépénalisation et régulation administrato-répressif du marché boursier**

La dépénalisation est définie comme étant la suppression de la sanction pénale pour réprimer certains agissements répréhensibles et son remplacement par d'autres modalités de contrainte mieux adaptées à la vie des affaires. Celle ci peut être plus efficace, car les alternatives et les solutions qu'elles présentent sont mieux adaptées à certains domaines. (M,Véron, 2103) ; pour Mireille Delams Marty « la dépénalisation est toute forme de dessaisissement du système

pénal au profit d'une autre variante, civile, administrative ou de médiation ». (Delmas-marty, M 2000) .

La dépénalisation est aujourd'hui pratiquée dans certaines branches afin de les adapter aux contraintes actuelles, afin de les moderniser. C'est le cas du droit de la concurrence et du droit boursier. Elle facilite la saisine de tout comportement troublant l'organisation d'un secteur technique par la création de nouvelles règles de droit adaptées à chaque secteur d'activité, l'ordre s'infiltrer de toutes les infructuosités jusque là difficilement accessibles au droit pénal » (Lefevbre, 2009)

A cela, il faut souligner que la procédure de sanction administrative est caractérisée par sa rapidité. Si l'instruction d'un dossier pénal peut parfois prendre plusieurs années, la procédure de sanction devant l'autorité de marché ne dépasse pas une année ( Agathe lepage, 2015)

Le droit pénal cède ainsi sa place à un droit « administrato-répressif » confié à des autorités administratives indépendantes, qui disposent du pouvoir de prononcer des amendes particulièrement élevées. (Bonfils, 2009)

Le législateur Maroc a ainsi habilité l'AMMC dans le cadre de sa mission de contrôle et en tant que régulateur du marché boursier à prononcer des sanctions disciplinaires et pécuniaires (article 8 et 9 de loi 43-12) variées :

- l'avertissement, blâme,
- la suspension pour un délai déterminé d'un ou plusieurs membres des organes d'administration ;
- le retrait de l'habilitation
- la proposition d'interdiction ou de restriction de l'exercice d'une activité ou de retrait d'agrément au ministre chargé des finances.
- des sanctions pécuniaires ne pouvant excéder 200.000 dhs.

Les manquements sanctionnés concernent les règles déontologiques et les pratiques professionnelles telles que définies par l'article 6 de la loi 43-12.

Les règles déontologiques ont pour but de lutter contre les conflits d'intérêt et de renforcer la transparence et l'intégrité du marché.

Quant aux règles de pratique professionnelle, celles-ci s'appliquent aux organismes et personnes soumis au contrôle de l'AMMC, dans le cadre des relations entre eux, ainsi que dans le cadre de leurs relations avec les épargnants.

Quant aux faits qualifiés de manquements objet de sanctions administratives, ils sont énumérés par l'article 9 de la loi 43-12, il s'agit de faits de nature à :

- fausser le fonctionnement du marché
- ou procurer un avantage qui n'aurait pas pu être obtenu dans le cadre du fonctionnement normal du marché ou de l'exercice normal de l'activité.
- ou porter atteinte au principe de l'égalité d'information ou de traitement des épargnants ou des clients à leurs intérêts ;
- ou faire bénéficier quiconque d'agissements contraires à des obligations professionnelles.

Les sanctions disciplinaires sont prononcées par le président de l'AMMC, selon un avis conforme du collège des sanctions.

Dans son dernier rapport publié l'AMMC a prononcé 22 sanctions administratives dont 1 sanction disciplinaire et 5 assorties de sanctions disciplinaires à l'encontre de 2 sociétés de bourse, 6 banques en raison de leur activité d'intermédiation en matière d'opérations de prêts de titres et de tenue de compte et 3 émetteurs, personnes morales faisant appel public à l'épargne. Ces sanctions ont porté sur un montant global de 469.000 dhs (rapport annuel de l'AMMC, 2016).

Ainsi le bilan de 2016 fait ainsi état de 1444 anomalies relevées par la surveillance dont 12 cas ont fait l'objet d'analyses plus approfondies, les suspicions analysées sont en relation avec :

- 7 cas de manipulation de cours ;
- 4 cas d'intervention d'initiés ;
- 1 cas de publication d'informations fausses ou trompeuses ;

Suite aux résultats des dites analyses 4 dossiers seulement ont donné lieu à l'ouverture d'enquêtes relatives à des comportements pouvant porter atteinte au bon fonctionnement du marché dont deux d'entre elles concernent des faits susceptibles de constituer des infractions boursières.

## **2- FORCES ET FAIBLESSES DE LA REGULATION ADMINISTRATIVE**

la loi 43-12 de 2013 transforme le conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM) créée en 1993 en personne morale publique dotée de l'autonomie financière, appelée l'Autorité des marchés de capitaux (AMMC).

L'AMMC est donc chargé de la régulation des marchés, du contrôle du bon fonctionnement, du respect des lois et règlements et de la sanction des comportements pouvant y porter atteinte.

## **2-1-Le renforcement du pouvoir répressif de l'AMMC et dualité de régime:**

Les enjeux de la pénalisation de la vie économique et financière ont impulsé la nécessité de renforcer le rôle des autorités de régulation, en leur attribuant un pouvoir de sanction à la fois administrative et pénal. C'est la mise en place d'un système de répression dualiste des violations de la réglementation boursière.

C'est dans ce sens que la nouvelle loi 43-12 du 13 mars 2013 a renforcé ces attributions en matière de contrôle mais aussi son pouvoir de sanction, en créant un collège des sanctions (art 14-19 et 20). c'est le deuxième organe après le conseil d'administration qui compose l'AMMC à l'instar de la loi française de 2010 sur la régulation bancaire et financière.

Ce renforcement du pouvoir de l'AMMC s'apprécie au regard des moyens mis à sa disposition ; l'article 34 l'habilite à procéder à des enquêtes, à la recherche et constatation des infractions, celles-ci sont effectuées, outre les officiers de la police judiciaire, par des agents spécialement commis à cet effet, dotés d'un large pouvoir d'investigation ( accès à tous locaux, entendre toute personne, établir des PV ) .

Lorsque les faits avérés laissent présumer la commission de l'une des infractions boursières, les agents de l'AMMC peuvent, sur ordre du président et après autorisation du procureur du roi dans le ressort duquel sont situés les locaux à visiter, effectuer des visites domiciliaires, des perquisitions, des saisies et la mise sous scellé (article 37 loi 43-12).

Le collège des sanctions est indépendant vis-à-vis du conseil d'administration qui est déchargé de la fonction de prononciation des sanctions. Il est composé de trois membres permanents, dont un magistrat désigné par le Ministre de la Justice et deux personnes nommées intuitu personae par le conseil d'administration de l'AMMC (article 19).

Le collège des sanctions est chargée d'instruire tous les dossiers pouvant faire l'objet d'une sanction ou susceptibles d'être transmis à la justice. Il peut également donner son avis sur la qualification éventuellement pénale.

La procédure qui est détaillée dans les articles 19 s'articule autour de 4 étapes majeures :

- La saisie du Collège des sanctions par le Président de l'Autorité de tout fait susceptible de constituer un manquement administratif ou une infraction;
- L'instruction du dossier par le Collège de sanction;
- Le Collège des sanctions adresse au Président de l'Autorité une proposition de sanction ou, le cas échéant, demande la transmission du dossier à la justice;
- Le Président de l'Autorité prononce la sanction selon l'avis conforme du Collège des sanctions. Ce dernier est tenu de se réunir dans les 15 jours qui suivent sa saisine par le

Président de l'Autorité et doit rendre ses conclusions dans un délai de 3 mois après sa saisine (article 19 loi 43-12).

## **2-2 insuffisances et limites du système administrato-repressif**

La régulation administrative n'est pas exempte d'imperfections, elle a aussi montré ses lacunes et ses limites. D'une part, le recours à la justice pénale est rare, et d'autre part, l'exercice du pouvoir de sanctions soulève des problèmes qui portent atteinte aux principes de droit commun.

### **2-2-1 Rareté du recours à la justice pénale**

D'une part, le CDVM, puis l'AMMC au Maroc, la COB puis l'AMF en France, ont été dotées d'un pouvoir sanctionnateur autonome. D'autre part, certaines de ces violations constituent des infractions pénales qui relèvent de la compétence de la justice répressive. Il existe donc une forme de coopération entre le régulateur et le juge pénal.

Toutefois, dans la pratique, le recours au juge pénal demeure exceptionnel, voir très rare, remettant en cause sa légitimité presque aucun dossier n'a été transmis au juge répressif durant les années d'activité du CDVM ( voir rapports CDVM publié depuis 2007, 2008, 2009 etc) il en est ainsi pour l'AMMC ( dernier rapport publié 2016).

Les statistiques qui ressortent de ces rapports d'activités annuelles montrent que la plupart des dossiers ayant fait l'objet d'enquêtes issues de délits d'initié et du délit de manipulation de cours mais dans la majorité des cas sont classés :

En 2016, de 1444 faits objet de suspicion, les agissements susceptibles de constituer des infractions boursières, 2 affaires relatives à des comportements portant atteinte au bon fonctionnement du marché ont fait l'objet d'enquêtes toujours en cours de traitement à la fin de l'année 2016.

En 2015 le rapport annuel du CDVM ne fait pas état d'aucune infraction boursière mais uniquement des manquements aux dispositions législatives et réglementaires régissant le marché financier qui ont donné lieu à 19 sanctions disciplinaires souvent des sanctions pécuniaires.

En 2014, le CDVM a déclenché 2 enquêtes relatives à des comportements susceptibles de nuire au bon fonctionnement du marché. Il a prononcé cinq sanctions disciplinaires et pécuniaires à l'égard d'opérateurs qui ont commis des manquements aux dispositions législatives et réglementaires régissant le marché financier et les obligations leur incombant en raison de leurs qualités. Mais aucune saisine parquet. (rapport CDVM 2014)

Enfin en 2013, le CDVM a prononcé 3 sanctions disciplinaires et pécuniaires à l'égard d'opérateurs qui ont commis des manquements aux dispositions légales et réglementaires les régissant.

Bref, depuis 2010, les rapports d'activités du CDVM font état uniquement de sanctions administratives à l'égard d'auteurs de manquements au bon fonctionnement du marché boursier. ( Rapport 2010, 2011, 2012).

Aussi bien en France qu'au Maroc, on constate que la répression des infractions boursières est exercée dans la majorité des cas par les institutions boursières, le recours à la justice pénal demeure exceptionnel.

Toutefois, en France faisant écho à l'affaire Cahuzac, la loi n°2013-1117 du 6 décembre 2013 a souhaité renforcer la lutte contre la fraude fiscale et la délinquance économique et financière en instaurant le procureur de la République financier doté d'une part, d'une compétence exclusive au niveau national en matière de délits boursiers en droit interne. Et d'autre part, une compétence en matière économique et financière dans les affaires complexes.

Ce nouveau magistrat est muni de moyens permettant un traitement efficace des infractions relevant de ses compétences. La doctrine estime cette compétence globale comme étant justifiée, car à l'issue de l'enquête et sans préjudice du déclenchement de sanction de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés de capitaux, le collège de cette même autorité transmet, si les griefs sont susceptibles de constituer des délits boursiers, un exemplaire du rapport d'enquête au procureur de la république financier. Or les délits transmis peuvent être aussi bien des délits boursiers (délit d'initié ou manipulation de cours) que financiers (abus de biens sociaux, banqueroute) ou de droit commun (escroquerie, abus de confiance, faux et usage de faux) relevés incidemment par les enquêteurs de l'AMF. ( AGATHE LE PAGE, 2015).

### **2-2-3 atteintes aux principes du droit pénal**

Cette dualité de régime répressif soulève inévitablement des problèmes qui ont justifié en France la mise en garde du conseil constitutionnel et en Europe le rappel à l'ordre de la cour européenne des droits de l'Homme (CEDH) comme on le verra à travers Deux illustrations.

- **la première le non respect des droits de la défense:**

Aujourd'hui, l'Europe met en cause les sanctions dans les secteurs régulés, notamment financiers.

Nous retiendrons à cet égard, l'expérience française qui a montré que malgré la substitution du droit pénal par le droit administratif, la dépenalisation reste très relative dans ces domaines car les sanctions prononcées par ces autorités administratives indépendantes ont, selon le conseil constitutionnel, le caractère de punition, ce qui implique le respect des garanties, tel que le droit de la défense. (Bonfils, 2009).

Le conseil constitutionnel français a rappelé à l'ordre que toute forme de répression ne devrait pas déroger aux principes du droit pénale, il a affirmé parmi ces principes s'impose celui du non cumul des sanctions.

C'est ce qu'a rappelé également la cour européenne des droits de l'Homme (CEDH) : les sanctions prononcées par le régulateur relèvent également de la matière pénale au sens particulier et autonome de la cour, de sorte que le droit au procès équitable énoncé à l'article 6 de la convention européenne des DH est applicable devant ces quasi-juridictions (Véron, 2013).

- **la deuxième illustration : le cumul des sanctions ou le principe *ne bis in idem***

La dualité du système répressif financier soulève le problème du cumul des poursuites et des sanctions à l'occasion des mêmes faits, car les infractions boursières se traduiront toujours par des pratiques contraires à la réglementation de l'AMMC et donc de manquements objet de sanctions administratives. Ce cumul des sanctions va à l'encontre du principe classique du droit répressif *ne bis in idem*, qui exclut la possibilité d'une double sanction pour un même fait.

La Cour européenne a remis en cause la coexistence possible de la sanction pénale et de la sanction administrative dans plusieurs arrêts Grande Stevens c/Italie (CEDH, 4 mars 2014) la cour a condamné l'Italie à raison d'une double sanction (administrative et pénale) d'une infraction boursière.

La loi 43-12 et le règlement de l'AMMC prévoient deux faits le manquement d'initié (articles 8-9) et aussi le délit d'initié (articles 42-44) . .

Dans les deux textes, c'est l'utilisation d'une information privilégiée qui est interdite. Cependant, une lecture comparée des deux textes ne fait pas ressortir une distinction entre les actes poursuivis. Il en résulte qu'un individu peut être poursuivi et condamné deux fois pour le même fait. Ce qui est une violation d'un principe général du droit pénal qui interdit ce cumul de sanctions c'est la règle la règle *non bis in idem*.

Ce cumul que la doctrine qualifie « de source de désordre et d'abus. cet exemple du cumul des sanctions, suffit à illustrer une perte de repères et des références jusqu'alors proposées par la prédominance du droit pénal. (José Lefebvre, 2009)

### **Conclusion**

En dépit des problématiques soulevées par l'intervention du droit pénal et sa combinaison avec la sanction administrative. Force est de constater que l'arme pénal demeure sollicité dans la vie économique pour garantir la sécurité financière. la réforme récente du cadre législatif européen des abus de marché, opérée par la directive n° 2014/57/UE du parlement européen et du conseil du 16 avril 2014 relative « aux sanctions pénales applicables aux abus de marché de 2014 » va dans ce sens, elle a introduit pour la première fois l'obligation pour les Etats membres de sanctionner pénalement les infractions boursières, afin de dissuader les auteurs potentiels de tels faits.

Ce récent appel à la pénalisation des formes les plus graves d'opération d'initié, de manipulation de marchés et de divulgation illicite d'informations privilégiées commises intentionnellement a pour but d'assurer une mise en œuvre efficace de la politique de l'union européenne de lutte contre les abus de marché.

Si au sein de la doctrine les avis divergent entre une répression exclusivement administrative ou exclusivement pénale, nous adhérons à ceux qui proposent une voie médiane consistant à articuler sanction pénale et sanction administrative en matière boursière. C'est-à-dire, la sanction pénale prendra le relais de la sanction administrative en cas de dépassement de certains seuils de préjudice, de récidive ou encore d'intentionnalité marquée des abus de marché commis. ( Agahte lepage, 2015).

Le législateur marocain devra non seulement emprunter les dispositions positives en la matière mais aussi tirer profit des incohérences et des difficultés soulevées par ce système administrato-répressif qui caractérise le droit boursier et éviter ainsi les erreurs commises par ses homologues européens pour anticiper les solutions à la lumière de l'évolution du droit et de la pratique européenne.

## Bibliographie :

- Amzazi M, (2013) , éléments de droit criminel, dar al qalam, 2013
- Berrada M, (2017), l'Audit interne, tout simplement, outil de création de valeur et l'amélioration de la gouvernance des organisations, éd afrique challenge.
- Bonfils, (2009), droit pénal des affaires, ed montchristien.
- Coulon J, (2008), la dépenalisation de la vie des affaires, rapport la documentation française.
- Darsa JD, (2017), les risques stratégiques et financiers de l'entreprise, éd.Gereso .
- Delams-Marty, M, (2000) droit pénal des affaires, éd thémis PUF.
- Giudicelli-delage G, (2006) , Droit pénal des affaires, éd Dalloz.
- Larguier J (1992), Droit Pénal des affaires, éd Armond colin.
- Lazrak R, (1999), le nouveau droit pénal des sociétés, éd Laporte.
- Lepage A, maistre de chombon P, salomon R, ( 2015) Droit pénal des affaires, lexisNexis,.
- Leysac M, Mihman A, (2009) , Droit pénal des affaires, Manuel théorique et pratique, éd Economica.
- Millet A, (2017) Guide pratique sur le risque pénal dans l'entreprise, avril, 2017.
- Pradel J, (2009) , La pénalisation du droit des affaires, Fondation pour le droit continental.
- Pradel J et M Danti, (2017),Droit pénal spécial,2017, ed cujas
- Stasiak F, (2009) « Droit pénal des affaires », éd LGDJ.
- Véron M (2013), droit pénal des affaires, éd Dalloz.
- Bresson J, (1985), « inflation des lois pénales et législations ou réglementations techniques », Revue de sciences criminelles et de droit pénal comparé, n 4, Sirey, Paris.
- Cosson J (1987), « l'inflation pénale dans la loi française sur les les sociétés commerciales » Revue internationale de droit pénal » les sociétés commerciales et le droit pénal, le droit pénal de l'environnement, vol 58.
- Lefebvre J, la dépenalisation, facteur d'ordre ou source de désordre? ater de droit privé à l'université de picardie jules verne centre amiénois de recherche sur la délinquance,<https://www.u-picardie.fr/curapp-revues/root/40> consulté le 15 /9/2017.
- Pradel J, La pénalisation du droit des affaires, Fondation pour le droit continental Colloque Le Caire, octobre 2009.