



Le régime juridique du marché à terme d'instruments financiers au Maroc

Lakbir SIRAJE

Rachid LEHNIQUI

Doctorants à la Faculté des Sciences Juridiques et Politiques de Settat
Laboratoire de Recherche en "Dynamiques sécuritaires"

Résumé :

La régulation juridique des marchés à terme est un élément essentiel qui sert à encadrer les activités de trading de produits dérivés, garantissant ainsi la stabilité et l'intégrité des marchés financiers. Elle implique la mise en place de lois et de règlements qui définissent les conditions de fonctionnement des marchés, les obligations des participants, ainsi que les mesures de protection des investisseurs. Cette régulation vise également à prévenir les abus de marché, à limiter les risques systémiques et à favoriser une concurrence équitable entre les acteurs économiques. En outre, elle contribue à la transparence en exigeant la divulgation d'informations pertinentes, ce qui permet aux investisseurs de prendre des décisions éclairées. En somme, la régulation juridique des marchés à terme est cruciale pour le bon fonctionnement de l'économie de marché et pour la confiance des investisseurs dans le système financier global. C'est dans cette perspective que s'inscrit l'objet d'analyse de cet article, qui vise à apprécier la régulation juridique mise en place par les pouvoirs publics marocains pour le futur marché à terme réglementé d'instruments financiers.

Mots clés : Marché à terme réglementé, régulation juridique, produits dérivés financiers, instruments financiers à terme.



Introduction :

La crise financière internationale de 2007-2009, ou ce qui est connu comme la crise des années 2000 chez certains auteurs qui préfèrent la nommer ainsi en comparaison avec la crise des années 1930¹. En fait, la Grande Dépression de 1929, semble aujourd'hui tomber dans l'oubli, malgré ses conséquences néfastes et ravageuses car elles restent sans communes mesures avec les ravages produits par celle de 2007-2009 et ceci de plusieurs points de vues. Les prémises de cette crise de 2007 dans le secteur de l'immobilier américain, semblent avoir retenti sur le projet de création d'un marché à terme d'instruments financiers² au Maroc (ci-après MATIF marocain³) au cours de sa gestation. L'ambition de création d'un MATIF à la marocaine, qui peine aujourd'hui à voir le jour d'ici la fin 2024, est une idée très ancienne. Elle remonte en effet à l'année 2005 où le CDVM (l'ex-gendarme de la bourse devenu actuellement l'AMMC) et la Bourse de Casablanca (Société gestionnaire de la Bourse) se sont investis dans cette aventure. Ces deux autorités de statuts disparates avaient déjà entamé la réflexion sur le sujet, et « *la question de l'opportunité de la mise en place de tels marchés ainsi que celle de leur faisabilité technique ou réglementaire ont été abordées*⁴ » et ce dans le cadre de l'élargissement de l'activité du marché financier marocain en son entier.

Depuis lors, ce projet structurant ne quitte guère l'agenda des chantiers du CDVM, et c'est ainsi qu'en 2006 les travaux dans ce sens ont été engagés avec l'ensemble des parties concernées, dans le cadre d'un groupe de travail pour la mise en place du biotope adéquate de ce nouveau-né. En effet, le CDVM a travaillé au sein dudit groupe, sur d'autres projets de développement en 2006 qui concerne la préparation d'une réglementation propice pour la mise en œuvre de l'infrastructure technique et juridique nécessaire pour le lancement d'un tel marché à terme. Ainsi, le groupe de travail constitué par la Direction du Trésor et regroupant le CDVM, la Bourse de Casablanca, et Bank Al Maghrib, a pu

¹ Alice Benzoni, *TITRISATION DES CRÉDITS, INSTABILITÉ FINANCIÈRE ET SOLUTIONS RÉGLEMENTAIRES : ANALYSE HISTORIQUE ET INSTITUTIONNELLE*, Thèse présentée à la Faculté des sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg (Suisse), pour l'obtention du grade de docteur ès sciences économiques et sociales, 2014, Introduction.

² Cette notion d'«*instruments financiers*» est empruntée par le législateur marocain à son homologue français qui l'a créé comme nouvelle notion juridique lors de l'adoption de la Loi MAF, pour désigner l'ensemble des produits financiers, y compris les valeurs mobilières et les produits dérivés (voir Loi MAF, art 1^{er} codifié par Code monétaire et financier, art. 211-1, CMF), « *laquelle réorganise le régime juridique des instruments à terme financiers dans l'Hexagone* » ; V., Joseph Benjamin Mojuyé, *L'analyse juridique des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en droits français et américain*, 2003, (Introduction), p. 9.

³ Pour ne pas être confondu avec le MATIF français : Le marché à terme international de France.

⁴ Rapport Annuel du CDVM au titre de l'année 2005, disponible sur le site internet de l'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux (AMMC) à partir du lien : [Rapport CDVM OK \(ammc.ma\)](http://ammc.ma), consulté le 16.06.2024 à 15h12.



identifier le premier sous-jacent qui pourrait faire l'objet à la dérivation, en l'occurrence le Bon du Trésor du fait de sa liquidité, ainsi que les « *grands principes sur lesquels doit reposer la construction de ce marché à terme* », dans sa version marocaine. Un chantier qui devrait se poursuivre en 2007⁵.

Ainsi affichée, cette ambition de poursuivre la création du MATIF marocain n'est plus devenue une priorité pour les autorités financières marocaines, et l'idée s'est plutôt s'estompée. Les rapports annuels du CDVM de 2007 et 2008 n'ont fait aucunement allusion au dit projet, peut-être du fait des réticences à l'égard de ce type marché. Réticences qui ont régné durant cette période, suite au déclenchement de la crise des *subprimes* aux Etats-Unis, berceau des marchés à terme, où ils sont impliqués des produits issus de la dérivation financière, échangés sur des marchés *ad hoc*, qui ont été vivement critiqués pour leur opacité et dangerosité sur la sécurité financière de leurs utilisateurs et opérateurs en même temps.

En 2009, le paroxysme de la crise apparue sur le marché financier américain, avait atteint son apogée en devenant une crise internationale, où ses répercussions significatives sur l'économie mondiale ont été ressenties sur tous les bords, et le Maroc n'en a pas été épargné. La crise était passée par là, et ses turbulences ayant marqué cette période a mis en évidence la nécessité d'une régulation plus stricte et d'une meilleure gouvernance des marchés financiers.

Au Maroc, la prise de conscience de ce qui se déroulait sur la scène financière internationale et mondiale, manifeste bel et bien à travers l'atermoiement et la temporisation dans le processus d'institutionnalisation du MATIF, ce mécanisme essentiel pour la gestion de risques financiers devenu source de risques et d'insécurité financière. Cela a souligné l'importance de disposer d'infrastructures solides et de cadres réglementaires robustes pour prévenir les défaillances du marché et protéger les investisseurs. En réponse, les autorités marocaines ont renforcé la surveillance et le contrôle des marchés financiers, tout en réitérant leur ambition de booster l'initiative de création et développement d'un marché de PDF adaptés aux besoins de l'économie nationale. Cela étant, la Loi instituant ce marché a enfin été promulguée en 2015. Celle-ci constitue désormais une loi cadre pour tout développement futur du cadre juridique et institutionnel de ce marché, processus qui devrait à bien des égards se poursuivre.

Bien que le MATIF au Maroc soit encore en phase d'institutionnalisation, les enseignements tirés de la crise financière ont été primordiales pour orienter son organisation juridique et institutionnelle dans une direction plus sécurisée et mieux régulée. Alors, dans quelles mesures **la régulation juridique mise en place par le législateur financier marocain, à travers la promulgation de la Loi 42-**

⁵ Rapport Annuel du CDVM au titre de l'année 2006, accessible à partir du lien : [Rapport CDVM 2006 der \(ammc.ma\)](http://RapportCDVM2006der(ammc.ma)), consulté le 16.06.2024 à 16h35.



12, constituerait un rempart contre les dérives financières qui pourraient se produire sur de tels marchés réglementés⁶ ?

A cette question centrale et à toutes les autres qui en découlent, nous essayerons de répondre en adoptant une approche analytique du texte de loi 42-12, ainsi que des textes juridiques connexes relatifs à l'institution du MATIF marocain, tout en frictionnant l'expérience marocaine aux pratiques et standards internationaux en matière de dérivation financière. A ce titre, une approche de droit comparé nous est nécessaire, notamment la législation française et/ou américaine, deux expériences leaders en la matière. Pour ce faire, nous allons procéder en deux temps, d'abord, nous décrivons économiquement et juridiquement ce qu'on entend par marché à terme réglementé d'instruments financiers (I), pour passer ensuite à traiter de sa régulation juridique dans le contexte marocain (II).

I- Marché à terme réglementé d'instruments financiers, à quoi cela prête comme réalités économique et juridique ?

L'article 1^{er} de Loi n° 42-12 relative au Marché à terme d'instruments financiers (désigné ici par l'acronyme « MATIF »), dispose que « *le marché à terme est un marché réglementé régi par les dispositions de la présente loi et des textes pris pour son application, sur lequel sont publiquement négociés les instruments financiers à terme* ». Cette notion juridique de "marché à terme réglementé"⁷ renvoie en pratique à une réalité économique et sociale souvent désignée dans la littérature financière par "marché organisé de produits dérivés financiers", ce qui englobe aussi bien les marchés réglementés et non-réglementés, appelés aussi "bourses de produits dérivés" ou tout simplement "marchés dérivés organisés" (A). Ces derniers se définissent par opposition aux notions de "marchés de gré à gré" ou "marchés hors cote ou encore hors bourses" (OTC pour *Over The Counter*) (B).

⁶ Pour savoir plus sur les attributs dotés au marché à terme ; V., Joseph Benjamin Mojuyé, *Op. Cit.*, p. 115.

⁷ En Droit financier marocain, la notion de « **marché réglementé** » est définie en deux reprises, d'abord, dans le §2 de l'article 2 de la loi 44-12 relative à l'Appel public, à l'épargne et aux informations exigées des personnes morales et organismes faisant appel public à l'épargne, disposant que le « *Marché réglementé : le marché des instruments financiers institué par la loi et garantissant un fonctionnement régulier des négociations* » ; puis l'article premier de la Loi n° 19-14 relative à la Bourse des valeurs, aux sociétés de bourse et aux conseillers en investissement financier, dispose aussi que « [...] 2. *Marché réglementé : un marché d'instruments financiers institué par la loi et géré par un organisme qui facilite et garantit un fonctionnement régulier et transparent des négociations des instruments financiers. Les règles de ce marché doivent fixer notamment, les conditions d'admission, de cotation et de radiation des instruments financiers, les dispositions d'organisation et les conditions de suspension des négociations desdits instruments financiers, ainsi que les règles relatives à l'enregistrement et à la publicité desdites négociations* » ;



A- Notion économique de marché organisé de PDF

Pour caractériser en économie ce que cette notion de *marché organisé*⁸ de PDF pourrait revêtir en matière de dérivation financière, il serait dès lors édifiant de définir d'abord et isolément la notion de « *marché* », pour s'arrêter sur ses quelques différents acceptions économiques, pour pouvoir se prononcer *in fine* sur ce que pourrait revêtir cette notion de *marché* en se qualifiant d'*organisé* (*marché organisé*) (1). Cela étant, il serait temps en deuxième lieu de traiter des différents produits dérivés qui y sont échangés (2).

1- Notion de *marché organisé*

En tant que phénomène social et institutionnel⁹, l'évolution de la notion du *marché* devrait être indissociable des changements et évolutions sociales et sociétales qui se sont produites au fil du temps. De ce fait et afin d'appréhender les contours de cette notion de « *marché organisé* », il est essentiel de la décortiquer et de se référer et retracer l'évolution historique du concept « *marché* » lui-même (a), pour arriver *in fine* à se prononcer sur ce qualificatif de « *organisé* » qu'il ne faut pas confondre avec le qualificatif « *réglementé* » devenu de nos jours le caractère quasi-dominant des marchés financiers (b).

a- Notion de *marché* : des origines théoriques

La notion de *marché* a significativement évolué au cours de l'histoire. Une telle évolution était pleine d'enrichissement linguistique du terme, opéré au gré des influences de langage courant, des théories économiques et des pratiques commerciales. Elle puise de ce fait ses origines dans les activités de commerce, de marchands et de marchandises, donnant ainsi lieu à une conceptualisation économique opérée par les économistes du 18^{ème} siècle, qui ont dès lors commencé à formaliser le concept de *marché*. Autant d'acceptions intégrant aussi bien de langages courants, que de théories de courants de pensées économiques qui ont marqué et influencé le cours de la gestation, l'évolution et la diversification de la notion de *marché*¹⁰. Le langage juridique n'est pas en reste de cette dynamique qu'a connue la notion de *marché*, et a contribué à façonner la formalisation de ce concept. En droit boursier par exemple, des critères juridiques spécifiques ont été retenus pour définir cette notion de *marché*, cependant et compte tenu du progrès et technologique, cette notion a considérablement évolué. Aux Etats-Unis comme en France, on assiste depuis lors à un essor de nouvelles

⁸ Pour plus de précision sur cette notion de *marché organisé*, Voir ; David Martin. Les options fondamentales de la finance moderne Domestication sociologique d'un produit financier. Sociologie. Université Toulouse le Mirail - Toulouse II, 2005. Français, p. 305 et *Suiv.*

⁹ Laure Bazzoli, Véronique Dutraive. La conception institutionnaliste du marché comme construction sociale : une économie politique des institutions. 2004. halshs-00457628.

¹⁰ Joseph Benjamin Mojuyé, *Op. Cit.*, pp. 93 et *Suiv.*



structures automatisées de négociation et de cession (ou ATS pour Alternative Trading Systems)¹¹.

Historiquement parlant, et avant le 18^{ème} siècle, le *marché* n'était pas une notion systématisée mais simplement un outil de commerce. Il est considéré comme la plus ancienne *institution* qu'a connue l'histoire de l'humanité, car elle est au cœur du quotidien de l'homme et de ses préoccupations d'échanges économiques nécessaires pour son subsistance, auxquels dépend physiologiquement, ainsi que pour sa sécurité alimentaire. C'est ainsi que Fernand Braudel décrit le *marché* comme étant au cœur des relations humaines, ayant pour rôle économique la confrontation et la coordination de besoins disparates. C'est ce rôle qui en fait la "voûte dorsale" de l'économie, d'importance fondamentale¹².

La conceptualisation du marché par les économistes classiques du 18^{ème} siècle, s'est opérée dans un contexte industriel et commercial en plein essor, ce qui a incité les penseurs et théoriciens à une réflexion théorique sur la confrontation des offres et des demandes individuelles. Ils ont formalisé, selon leurs propres visions et principes économiques classiques, les quantités demandées en fonction des prix, et on en compte parmi eux les plus influents qui ont marqué leur rôle la formalisation de la notion de *marché* : Adam Smith, J.-B. Say, David Ricardo et John Stuart Mill. L'objet principal à cette époque des précurseurs de l'économie politique, était d'étudier les lois régissant la production et le *marché*. Et c'est ainsi que la notion de *marché* a été façonnée par les théories économiques et comment elle a évolué pour devenir un concept central en économie¹³.

Sans prétendre à l'exhaustivité, ni à l'approfondissement des bases théoriques de la notion de *marché*, et afin de se contenter au minimum théorique qui satisfait aux besoins de développement de cet article, nous retiendrons à partir des apports des économistes précurseurs précités les principales définitions ci-après et qui nous semblent pertinentes dans ce sens :

Ainsi, dans la ligné d'Adam Smith et ces contemporains des libéraux classiques, que seule la "main invisible" est capable de réguler le *marché* et assurer une meilleure, voire efficace et efficiente allocation des ressources et richesses. Dans ce sens, le *marché* s'est vu attribué la fonction d'autorégulation qui permet la réalisation du prix d'équilibre, tant que ce mécanisme fonctionne librement et sans intervention aucune qui pourrait entraver ce fonctionnement, notamment de la part de l'Etat. De ce fait, un glissement de la notion de *marché* s'est opérée d'un lieu public spatial à un ensemble d'opérations et négociations

¹¹ *Ibid.*

¹² Braudel Fernand, *Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XVe-XVIIIe siècle*, 2e vol. (Paris : Armand Colin, 1979).

¹³ Joseph Benjamin Mojuyé, *Op. Cit.*, pp. 97-100.



relatives à des biens ou services¹⁴. Depuis lors, plusieurs notions de *marché* ont été développées selon différents contextes, telles que :

- Le *marché du travail* : il désigne non seulement un lieu d'échanges économiques, mais aussi un espace où les individus échangent une marchandise notionnelle et abstraite qui est leur force de travail contre un *prix* aussi spécifique qu'est le *salaire* ;

- Les *marchés publics* : le *Droit administratif* n'est pas en reste de l'influence de cette évolution notionnelle. Alors que le langage courant utilise le terme "*marché*" pour désigner tout accord ou convention entre parties, le *Droit administratif* l'utilise pour définir les "*marchés publics*" comme des contrats écrits soumis à des règles précises.

En somme, aux Etats-Unis comme en France, les *droits boursiers* avaient articulé une définition de la notion « *marché* » axée sur une approche spatiale, pour ainsi désigner un lieu, espace physique ou géographique, ou tout autre emplacement sur lesquels se déroulent régulièrement des activités pratiqués par des commerçants, courtiers, négociateurs, ou tout autre intervenant sur ces lieux dédiées¹⁵. Ainsi, la notion de *marché* fut incarnée, de part et d'autre de l'Atlantique, par la *bourse* comme marché organisé, notion extenciée pour englober les *nouvelles structures de négociation*, dont l'essor était dû aux progrès technologiques, ce qui laisse à explorer ici ce qu'il faut entendre par la notion de *marché organisé* et/ou *réglementé*.

b- Notion de marché (*organisé*) et/ou *réglementé*

Maintenant, et après avoir dégagé les quelques définitions de la notion "*marché*", il est temps d'explicitier ce qu'il faut entendre par la notion de « *marché organisé* » ou « *réglementé* », souvent prises pour synonymes dans la littératures économiques et financière, alors qu'elles présentent des nuances près qu'il faut souligner. En effet, aux Etats-Unis comme en France, le caractère *organisé* d'un marché est étroitement lié au droit boursier qui ne venait que consacrer le caractère de bourses qui sont d'ores et déjà organisées par les professionnels et les usagers de ces marchés eux-mêmes. Il renvoie automatiquement à ses acceptions, où la notion de « *bourse de commerce*¹⁶ » en droit commercial français de 1807 était conçue comme un lieu et une activité, lieu sur lequel se rencontre régulièrement des commerçants et courtiers pour acheter ou vendre certains effets tels que les valeurs mobilières, ou encore les marchandises. Ce qui signifie que celle-ci n'est qu'un segment du marché financier, l'ensemble plus vaste englobe les différents marchés d'instruments financiers. Ainsi désigné, le marché financier

¹⁴ *Ibid.*

¹⁵ *Ibid.*

¹⁶ La notion de bourse de commerce a cédé depuis la loi MAF de 1996 sa place à celle de « *marchés réglementés* », qui s'applique à l'ensemble des marchés français d'instruments financiers.



se définit quasi-universellement comme « *celui sur lequel se traitent les valeurs mobilières et les autres instruments financiers* », définition qui englobe aussi bien le financement à long terme (marché de capitaux) que le financement à moyen et court terme¹⁷.

Aux Etats-Unis, le droit boursier de cette juridiction distingue nettement entre « bourse organisée » et « bourse réglementée », de façon que l'on ne doive en aucun confondre les deux notions. Bien que ces deux notions révèlent le caractère plus ou moins organisé du marché qu'elles décrivent, elles ne reflètent par ailleurs guère le même aspect ni le degré de réglementation. Cependant, alors que le marché *réglementé* est institué en vertu de la loi et demeure régi par ses dispositions, celui *organisé* n'en est plus le cas, il n'est ni institué par la loi ni régi frontalement par ses dispositions, sauf en ce qui pourrait toucher à l'ordre public économique et les intérêts des investisseurs et épargnants. Dans le cas du marché *réglementé*, l'Autorité chargée d'assurer son bon fonctionnement et sa sécurité, elle-même, tire sa légitimité et le bienfondé de son pouvoir réglementaire, de veille et de surveillance de la loi instituant ce type de marchés. En revanche, les règles régissant la structuration et le fonctionnement des marchés *organisés* restent à déterminer par les soins des acteurs eux-mêmes de ces marchés, essentiellement de sources privées. Les principales définitions réglementaires des bourses organisées ou réglementées, sont généralement tirées des dispositions de deux textes juridiques très influant en la matière, à savoir ; la *Securities Exchange Act*¹⁸ (SEA), notamment de la section 3(a)(1) ; et la *Commodities Exchange Act*¹⁹ (CEA) en l'occurrence la section 1a(27) du. Deux textes qui définissent d'une manière très extensive la notion de bourse, et établissent aussi une distinction entre la « *bourse organisée* ²⁰ » et la « *structure de négociation* » (« *trading facility* »).

Donc, la qualification d'un marché de « *marché organisé* » implique inéluctablement l'existence d'un espace dédié, physique ou virtuel, où les acteurs économiques se rencontrent régulièrement pour échanger des instruments financiers selon des règles préétablies et transparentes. Ces règles, bien que non discrétionnaires, doivent être claires, cohérentes et appliquées de manière

¹⁷ Joseph Benjamin Mojuyé, *Op. Cit*, p. 102.

¹⁸ *Securities Exchange Act* de 1934 touché par la réforme de 1998 pour englober les systèmes interactifs ou automatisés de négociation.

¹⁹ *Commodities Exchange Act* de 1974 s'appliquant aux bourses traitant des contrats de *futures* et d'*options* portant sur les marchandises (*Commodities*).

²⁰ « *Aux termes de la section 1a(27), nouv, une bourse organisée est une structure de négociation et de cession qui (A) permet la négociation ou la cession (i) par ou pour le compte d'une personne qui n'est pas un participant éligible ; ou (B) a adopté (directement ou par l'intermédiaire d'une autre entité privée auto-régulée) des règles qui gouvernent la soumission des ordres ou l'exécution des transactions sur la structure de négociation et de cession ; et (ii) comprennent les sanctions disciplinaires autres que l'exclusion des participants de la séance de négociation ou de cession* ». *Ibid.* p. 112.



équitable pour assurer l'intégrité du marché et la confiance des investisseurs. L'absence de supervision stricte par une autorité réglementaire ne signifie pas que le marché est sans surveillance. Au contraire, cela indique que le marché s'autorégule à travers des mécanismes internes et des pratiques de gouvernance qui doivent être suffisamment robustes pour prévenir les abus et maintenir l'ordre. Cela peut inclure des comités de surveillance du marché, des audits réguliers et des systèmes de rapport transparents.

En outre, le caractère organisé d'un marché peut également se référer à la facilitation des transactions et à l'efficacité des processus de négociation. Cela implique souvent l'utilisation de technologies avancées pour le traitement des ordres, la gestion des risques et la communication des informations. Les systèmes de *trading* multilatéral, par exemple, permettent de rassembler les offres et les demandes de nombreux participants, favorisant ainsi la liquidité et la découverte des prix. Cela étant, la distinction entre un marché organisé et un marché réglementé devient de plus en plus délicate, qui ne doivent en aucun cas être confondus.

Ainsi, un marché réglementé peut être défini comme un espace de négociation officiel où les transactions suivent des règles strictes établies par un régulateur telle que l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France ou l'Autorité Marocaine de Marchés Capitaux (AMMC) qui veillent au bon fonctionnement desdits marchés. Ces règles concernent entre autres les conditions d'accès au marché, les procédures d'admission à la cotation, l'organisation des transactions, et les conditions de suspension des négociations. En outre, les marchés réglementés exigent la transparence des transactions et la publication des prix et des volumes échangés. Par exemple, Euronext est un marché réglementé qui offre des garanties en termes de liquidité, d'égalité de traitement des participants et de sécurité des transactions grâce à l'intervention d'une chambre de compensation.

À l'inverse, un marché organisé peut fonctionner sans être réglementé au sens strict du terme, bien qu'il soit soumis à des règles internes et à une certaine supervision. Les marchés organisés facilitent les échanges entre acheteurs et vendeurs par le biais d'un système de cotation et de confrontation des ordres, mais ils peuvent ne pas offrir le même niveau de protection réglementaire que les marchés réglementés. Les marchés de gré à gré (OTC), par exemple, sont considérés comme des marchés organisés où les transactions sont négociées directement entre les parties, sans passer par une bourse officielle, et sont donc moins transparents.

Les marchés *réglementés* de produits dérivés financiers sont des plateformes où se rencontrent des acteurs économiques et/ou financiers pour échanger entre eux des produits dérivés selon leurs propres besoins de gestion de risques financiers. Ce type de marchés dérivés ou de dérivés se trouvent avec une supervision réglementaire assurant la transparence et la sécurité des transactions, on peut citer entre autres exemples notables, les bourses de Chicago, telles



Chicago Board Options Exchanges (CBOT) et Chicago Mercantile Exchange (CME), le MONEP et le MATIF français, ainsi que le futur MATIF marocain. Donc, ces marchés de par leur caractère réglementé sont caractérisés par leur conformité aux réglementations strictes imposées par les autorités financières garantissant, outre l'intégrité et la sécurité du marché, la protection des investisseurs. Ils jouent alors un rôle crucial dans l'économie mondiale en permettant aux entreprises de se couvrir contre les risques financiers, et en offrant aux investisseurs des opportunités de diversification de portefeuille. Alors, quels sont les différents types de produits dérivés financiers, qu'y sont échangés ?

2- Produits dérivés financiers échangés sur les marchés réglementés

Cette notion de « produits dérivés financiers : PDF » est une appellation générique qui ne reflète pas l'hétérogénéité de l'ensemble des instruments relevant de cette expression. Cette notion économique ou plutôt financière ne trouve guère définition dans les textes juridiques, ni européens ni français, mais elle trouve sa traduction en droit français comme en droit marocain par « *contrats à terme* » ou « *instruments financiers à terme* », reflétant ainsi une certaine autonomie des deux systèmes économique et juridique, qui demeurent des systèmes clos en termes de normativité mais ouverts sur leur environnement²¹. Cela étant, les PDF ou autrement dit la dérivation financière en général, sont économiquement définis comme un outil ou un nouveau mode de couverture et de gestion des risques financiers qui est en vogue depuis les années 1970. A cet effet, et avant de traiter de cette appellation générique et d'en dresser une typologie et les caractéristiques des dérivés échangés sur les marchés à terme réglementés, notre objet d'analyse **(b)**, il est de prime abord de les définir et les caractériser afin d'établir une certaine ligne de démarcation entre eux et les dérivés échangés sur les marchés de gré à gré, connus sous l'acronyme OTC **(a)**.

a- Définitions

Randy Martin, dans ses développements sur la logique sociale de la dérivation financière, affirme que « *Les produits dérivés sont généralement décrits comme des instruments techniques de la finance qui ne jouent qu'un rôle accessoire par rapport à l'économie réelle [...]. D'un point de vue très général, on parle de dérivation pour désigner une transmission de quelque valeur depuis une certaine source en direction de quelque chose d'autre, un attribut de cette expression originelle qui peut être combiné avec des caractéristiques similaires, un facteur variable qui peut évoluer en harmonie ou en dissonance avec certains autres*

²¹ Romain Rambaud, *L'INSTITUTION JURIDIQUE DE RÉGULATION RECHERCHE SUR LES RAPPORTS ENTRE DROIT ADMINISTRATIF ET THÉORIE ÉCONOMIQUE*, Thèse pour l'obtention du grade de docteur en Droit (Discipline : droit public), préparée au département de droit public économique de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne, présentée et soutenue publiquement le 11 octobre 2011, UNIVERSITÉ PARIS 1 PANTHÉON-SORBONNE (2011). pp. 339 et *Suiv.*



*facteurs*²² ». Donc, la dérivation financière est une technique empruntée à d'autres disciplines scientifiques, tels que les mathématiques ou la chimie, pour être transposée dans la finance pour permettre, à partir de certains produits financiers préexistants d'en déduire certains d'autres qui s'appellent les « dérivés ».

Ainsi, ces produits sont désignés comme dérivés car leurs valeurs intrinsèques dérivent des valeurs d'actifs préexistants (valeurs mobilières, matières premières, devises, indices boursiers,...etc.) servant de base à ces « dérivés », qui s'appellent les actifs sous-jacents ou à notre sens des « dérivables ». Ils permettent alors, de par leur nature dérivée, de gérer et se couvrir contre les risques qui pourraient grever ces actifs sous-jacents constituant le patrimoine d'un agent économique, ou le portefeuille d'un investisseur. Cependant, toute utilisation irrationnelle et incontrôlée de ces derniers pourrait, dans certaines mesures, déboucher sur de nouveaux risques liés à leur caractère contractuel (risque de contrepartie et risque juridique) ou économique (risque de marché ou de prix), en se transformant ainsi en des sources de risques ingérables²³.

Relevant juridiquement de l'immense catégorie des « instruments financiers », les PDF se qualifient en droit comme des « instruments financiers à terme ». Ils ne sont que des « *contrats financiers* » ou encore « *contrats à terme* » standardisés, qui ne diffèrent pas moins des contrats du droit commun ou ceux de régimes spécifiques, et on pourrait dès lors établir une typologie de ces contrats en fonction de leur mode de dénouement ou selon le type de marché sur lequel ils échangent.

b- Typologie

Comme tous les autres marchés, les marchés de produits dérivés financiers (PDF) en tant que partie intégrante des marchés financiers « *donnent lieu à une concurrence entre entreprises offrant diverses prestations de services (communément appelées « produits » par les professionnels) à des clients potentiels, qui sont, en termes de comptabilité nationale, les ménages et les entreprises à titre principal, et, à la marge, d'autres secteurs institutionnels*²⁴ ». Ces « produits » de nature immatérielle ou virtuelle qui, dans une conception juridique, sont qualifiés de contrats, mais des contrats de genre inédit²⁵ (contrats *sui generis*), et ce, du fait de la condition de leur dénouement à une échéance prévue (à terme), d'où leur dénomination en droit financier français par « *contrats à terme* ». De surcroît, cette nature contractuelle des produits dérivés, n'est pas sans controverses quant à leur conception et échange sur les marchés réglementés

²² Randy Martin, « *La Logique Sociale de La Dérivation Financière* », Traduit de l'anglais (États-Unis) par Yves Citton, Dans *Multitudes* 2018/2 (n° 71), Éditions Association Multitudes (2018), pp. 59-68, doi:10.3917/mult.071.0059.

²³ *Ibid.*

²⁴ Hubert de Vauplane and Jean-Pierre Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3. éd (Litec, 2001).

²⁵ Joseph Benjamin Mojuyé, *Op. Cit.*, p. 197 et suiv.



qui les uniformisent et standardisent, pour être négociables et adaptables à leur caractère centralisé.

Dès lors, et de par leur standardisation, on distingue entre deux types de PDF qui s'échangent sur les marchés réglementés ou centralisés, à savoir : les *futures* et les *options*. Bien que les PDF, toutes catégories confondues, se distinguent par leur caractère contractuel et dénouement « à terme », ceux échangés sur des marchés réglementés se distinguent par leur mode de dénouement. Les *futures*, très reconnus dans la pratique et dans littérature financière par « *contrats à terme* », sont des accords contractuels *fermes* pour acheter ou vendre un actif à un prix fixé à l'avance à une date future spécifique. Les *options* sont des contrats *optionnels* qui offrent le droit et non l'obligation d'acheter ou de vendre un actif à un prix prédéterminé avant une date d'expiration donnée, permettant ainsi une plus grande flexibilité.

Ces deux types de contrat à terme, *ferme* et *optionnel*, permettent aux investisseurs de se couvrir contre les risques financiers, en verrouillant les prix contre tout éventuel mouvement des cours, comme ils leur permettent aussi de spéculer sur ces mouvements de cours des actifs sous-jacents (actions, des obligations, des taux d'intérêt, des indices ou des matières premières...). Bien que standardisés et échangés sur des marchés réglementés, ils sont nettement distincts dans leur mode de dénouement ou déboucement, ainsi que dans leur rôle dans les stratégies d'investissement, que ce soit pour la couverture, la spéculation ou l'arbitrage, et leur utilisation requiert une compréhension approfondie des risques associés.

Les contrats à terme *fermes* (de l'anglicisme *futures*), de par leur standardisation, présentent les mêmes caractéristiques et conditions en termes de volume de l'actif sous-jacent, son prix et la date d'échéance ou bien la durée de validité du contrat. Ils sont donc des accords conclus entre deux contreparties pour acheter ou vendre une quantité d'un actif bien déterminée à l'avance, à un prix aussi prédéterminé, à une date bien spécifiée dans le contrat. Quant aux contrats *optionnels*, tel que leur nom l'indique, ils comportent une *option* sur l'exécution du contrat. Ainsi, ils offrent à leurs détenteurs le droit et non l'obligation, d'acheter ou de vendre le sous-jacent à un prix déterminé, soit à n'importe quel moment de la durée de validité du contrat (*option américaine*), soit à l'échéance du contrat (*option européenne*) ou bien à des dates bien spécifiées (*option bermudienne*²⁶). Alors, qu'en est-il des PDF échangés hors marchés réglementés ou bien encore hors cote ou de gré à gré (OTC) ?

²⁶ « On aura compris qu'elles se situent à mi-chemin entre l'option américaine et l'option européenne, donc vers les Bermudes ! », Voir David Martin. Les options fondamentales de la finance moderne Domestication sociologique d'un produit financier. Sociologie. Thèse Nouveau Régime pour le Doctorat de Sociologie, Université Toulouse le Mirail - Toulouse II, 2005, p. 199.



B- Marché de produits dérivés financiers de gré à gré (OTC)

Caractérisés par leur antériorité aux marchés réglementés, les marchés dérivés de gré à gré, également connus et répandus dans la pratique et la littérature financière sous l'acronyme OTC (*Over-The-Counter*), constituent l'antinomie des marchés *réglementés*. A cet effet, ils peuvent être définis par la négative, pour ainsi dire que tout ce qui ne peut être un marché *réglementé* est un marché de gré à gré qui échappe au strict formalisme et à l'encadrement réglementaire qui caractérisent le premier. Donc, un marché OTC, et par extension de la notion « marché » qui englobe dans le langage courant toute convention ou accord²⁷ qui se conclue librement et au gré de ses contreparties sans l'entremise d'aucune autorité pour sa formalisation ou pour son dénouement, telle que la chambre de compensation pour le marché *réglementé*. L'absence de celle-ci constitue à cet égard la principale ligne de démarcation entre les deux types de marchés de PDF ; réglementés et de gré à gré.

J-B Mojuyé synthétisant les critères distinctifs du marché de gré à gré, soulignés par la doctrine américain, affirme que : « *un marché de gré à gré peut être défini comme : (1) l'ensemble des contrats, (2) négociés et conclus entre deux parties, (3) en dehors des marchés réglementés portant sur des instruments financiers, (4) sans aucun contrôle réglementaire, du moins en principe, (5) et n'étant pas soumis, sauf à l'option des cocontractants, à un mécanisme de compensation multilatéral*²⁸ ». De cette définition, il ressort que les transactions effectuées sur les marchés OTC sont des opérations sporadiques et temporelles, et ne sont pas centralisées ni assujetties un amas de formalités qui impriment les transactions sur les marchés réglementés. L'OTC est un marché n'est soumis, au moins en principe, à aucun contrôle réglementaire, et signifie que tout contrat à terme conclu en dehors des comptoirs de la bourse, constitue un contrat de gré à gré.

Cependant, on distingue, entre autres, les contrats sur prix futurs, de l'anglicisme « forwards » et les contrats d'échange les « swaps ». Les contrats sur prix futurs (FRA pour *Forwards Rates Agreements*) sont des contrats conclus bilatéralement entre deux contreparties qui s'engagement dès à présent sur les conditions et les termes d'une transaction qui s'effectue dans le futur. L'engagement de part et d'autre des cocontractants porte sur la quantité, le prix et l'échéance ou bien le terme auquel le contrat sera effectivement dénoué par la livraison de l'actif sous-jacent de la part du vendeur, et la paiement du prix et la réception de ce sous-jacent de la part de l'acheteur. Ce sont des engagements personnalisés entre deux parties pour acheter ou vendre un actif à un prix convenu à une date future,

²⁷ Joseph Benjamin Mojuyé, *Op. Cit.*, p. 101.

²⁸ *Ibid.*, p. 124.



souvent utilisés pour des besoins spécifiques non couverts par les produits standardisés.

Quant aux *swaps*, ils constituent des accords aux termes desquels les contreparties s'échangent des flux financiers liés à deux actifs sous-jacents de natures différents ou semblables, tel que l'échange de flux financiers deux obligations l'une à taux d'intérêt fixe et l'autre à taux variable. Ils consistent en l'échange de flux financiers sans l'échange des sous-jacents eux-mêmes. Ces flux sont échelonnés sur un échéancier de dates, qui peuvent être mensuelles, trimestrielles, semestrielles ou voire annuelles, selon le gré des parties contractants. Ces contrats d'échange servent alors comme des outils de gestion de risque de taux d'intérêt ou de change, ainsi que de contrepartie tels que les CDS (*Credit Default Swaps*) emblématique de la dernière financière des années 2000.

Aussi, et à l'encontre des *options* standardisées on trouve des *options* non standardisées échangées de gré à gré, qui ne diffèrent pas moins dans leurs principes directeurs de celles standardisées, sauf que ces dernières demeurent plus liquides grâce à l'entremise de la chambre de compensation qui assure leur dénouement à n'importe quel moment en versant la position initiale. Alors que les *options* de gré à gré et bien qu'elles soient moins liquides, elles sont se caractérisent par leur souplesse dans la formation qui ne requiert pas de formalités bien déterminées ni de conditions préétablies tels que les quantités ou les dates d'exercice de l'*option*.

En somme, les marchés OTC et en dépit des avantages²⁹ qu'ils présentent, telles que la flexibilité, la confidentialité et les coûts réduits de transactions, demeurent imprimés d'un ensemble d'inconvénients dont le risque de contrepartie, d'illiquidité et de manque transparence. Cependant et afin de parer à ces inconvénients et répondre efficacement aux besoins des utilisateurs de ces PDF, les autorités financières des pays concernés par ces marchés dont le Maroc, se sont précipités pour créer des marchés à terme réglementés, caractérisés par leur sécurité imputée à leur caractère de marché *régulés*.

II- Régulation juridique du MATIF marocain

Dans un contexte mondialisé de l'économie, la *régulation* juridique de celle-ci en général et celle des marchés en particulier, en l'occurrence les marchés financiers, ne peut pertinément se faire dans le cadre d'une « *mondialisation du droit*³⁰ » lui-même. Dans cette perspective, et depuis son choix stratégique de

²⁹

'Bdf_bm_2_etu_2.Pdf' <https://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_2_etu_2.pdf> [accessed 17 June 2024].

³⁰ *Le Droit Saisi Par La Mondialisation*, ed. by Charles-Albert Morand, Collection de Droit International, 46 (Editions Bruylant : Editions de l'Université de Bruxelles ; Helbing & Lichtenhahn, 2001) ; Le processus de mondialisation juridique se manifestant notamment à travers le développement d'un droit international du commerce, auquel la création de



libéralisation de l'économie marocaine³¹ et la consécration d'une économie de marché, le Maroc ne cesse d'afficher son ambition de l'intégrer dans la dynamique de l'économie mondiale. Cette ambition n'est pas en reste pour un secteur aussi spécifique que le secteur financier, qui englobe l'ensemble des marchés financiers ou de capitaux, y compris celui des PDF. Une telle axiomatique libérale³² qui prône un Etat régulateur et moins interventionniste dont le droit de *régulation* est emblématique³³, doit être appréciée pour un MATIF à la marocaine et mise en évidence ses percepts à travers une analyse de la Loi 42-12 instituant ce marché **(B)**.

Dans ce registre, le Maroc, dans sa quête d'intégrer l'économie mondiale, est appelée à harmoniser et aligner la régulation juridique de ce marché spécifique de la finance, sur les standards internationaux, notamment sur la réglementation européenne en la matière dont la France en fait partie. A cet effet et avant d'aborder la *régulation* juridique de la dérivation financière dans le cadre du projet marocain, il serait primordial dans un premier temps **de traiter de la régulation** des marchés financiers en général, pour en induire une certaine définition que l'on vérifiera par déduction sur les marchés des produits dérivés financiers, en l'occurrence le MATIF marocain **(A)**.

A- Régulation juridique des marchés financiers

On entend par *régulation* juridique d'un marché l'ensemble des textes législatifs et réglementaires applicables à ces marchés, à leurs acteurs et aux produits qui y sont échangés³⁴. Néanmoins ce concept flou et polymorphe, utilisé partout dans les champs disciplinaires, nous pousse à en préciser les contours dans un champ de l'économie tellement spécifique, tel que le domaine financier, et plus particulièrement le secteur des marchés financiers. D'où la nécessité de se pencher

l'Organisation mondiale du commerce confère une nouvelle dimension, notamment à travers l'institution d'une véritable juridiction mondiale des échanges, *Voir* en cela ; Jacques Chevallier, « L'Etat-Nation face à la mondialisation », in Regards sur l'actualité, septembre 1997.

³¹ Ce choix était pris au plus haut niveau de la hiérarchie de l'Etat marocain, tel qu'il prononcé dans un Discours Royal à l'occasion de la Fête du Trône (3 Mars 1988) : « *L'économie libérale est le meilleur choix pour mobiliser les énergies créatrices. À travers cette économie libre, surgissent et se multiplient les initiatives individuelles qui sont collectées dans des investissements d'amélioration de cadre de vie sont le reflet. L'Etat modifie sa manière d'agir en fonction de ce dynamisme nouveau. Il avait un rôle d'assistance et de prise en charge. Il passe à un rôle d'accompagnateur et de garant du bon fonctionnement de l'économie libérale* » ; Rachid Belkahia, « Moins d'Etat, mieux d'Etat », REVUE MAROCAINE DE DROIT ET D'ECONOMIE DU DEVELOPPEMENT, Numéro 19/ 1989, Imprimerie NAJAH EL JADIDA, pp. 77-86.

³² Jacques Chevallier. Les soubassements idéologiques de l'ordre public économique. L'ordre public économique, Lextenso, pp.37-49, 2018, 978-2-275-05901-3. hal-02937035.

³³ Les systèmes de régulation s'insèrent bien dans une stratégie de libéralisation qui met en cause l'organisation, la place et même l'existence du secteur public dans l'économie.

³⁴ 'Ouvrage Droit Marchés Financiers 2012 - Département Des SCIENCES ECONOMIQUES, SOCIALES & de - Studocu', *Op. Cit.*



d'abord sur la définition de la notion de « *régulation* » qui, de par ses utilisations différentes et variées, demeure plus emblématique d'intérêts et de controverses parmi les théoriciens, depuis qu'elle a gagné les différents champs des sciences sociales³⁵. Elle est ainsi rendue plus floue et polysémique.

De ce fait, nous essayerons de traiter de son ambiguïté et de sa polysémie, en nous appuyant sur les travaux Jacques Chevallier, pour qui le concept de *régulation* juridique « *recouvre trois types de significations possibles : la régulation est en effet entendue soit comme un attribut substantiel de tout droit, soit comme la caractéristique du droit de l'État providence, soit encore comme l'indicateur des transformations en cours du phénomène juridique* ³⁶ ». Ces différentes significations de la *régulation* juridique qui peuvent être combinées, signifient d'après toujours cet auteur que celle-ci « *provient désormais d'acteurs multiples, situés dans des espaces juridiques différents. Un tel éclatement n'est pas sans incidence sur la fonction régulatrice du droit [...]* ³⁷ ».

Ces transformations qui se sont opérées dans le phénomène juridique dans les sociétés contemporaines, notamment sous « l'effet de la mondialisation³⁸ », reflètent bel et bien combien ces sociétés sont devenues complexes, ce qui a conditionné l'émergence de ce « nouveau paradigme scientifique de *régulation* ³⁹ » qui permettrait d'appréhender la réalité sociale dans ses aspects de complexité, économique et financière y compris (2). Cela étant, et afin d'appréhender la notion de *régulation juridique* en matière financière, notamment en ce qui a trait avec notre objet d'analyse, le secteur des *marchés financiers*, il m'est nécessaire de traiter de la polysémie de cette notion de *régulation* en abordant isolément quelques utilisations de ce vocable emprunté à d'autres disciplines scientifiques, avant d'être transposé dans le champ des sciences sociales (1).

1- Quelques différentes utilisations du vocable *régulation*

Avant de rattacher à la notion de « *régulation* » le qualificatif « *juridique* » pour ainsi attribuer au droit un caractère régulateur, il faut tout d'abord remonter ce concept à ses origines pour en déduire sa signification. Indissociable de l'émergence et de la diffusion de la notion de *système* ou la démarche *systémique*,

³⁵ Expert Iconzi and Corinne Gendron, *La régulation sociale : un concept au centre du débat récurrent sur la place relative de l'acteur et du système dans l'organisation des rapports humains en société* (Chaire de responsabilité sociale et de développement durable, ESG, UQAM, 2005).

³⁶ Jacques Chevallier, 'Vers Un Droit Post-Moderne ? Les Transformations de La Régulation Juridique', *Revue Du Droit Public et de La Science Politique En France et à l'étranger*, N° 3, 1998, pp. 659–714.

³⁷ Jacques Chevallier, 'La Régulation Juridique En Question' : *Droit et Société*, n°49.3 (2001), pp. 827–46, doi:10.3917/drs.049.0827.

³⁸ *Ibid.*

³⁹ *Ibid.*



développée dans le cadre de la théorie générale des systèmes⁴⁰ de son fondateur le biologiste autrichien Karl Ludwig von Bertalanffy, le concept de *régulation* emprunté à des sciences exactes et transposé dans les sciences sociales provient, étymologiquement parlant, du mot latin « *regulare* » pour désigner « règle, soumettre à une règle⁴¹ » renvoyant ainsi directement à l'idée de « *normes*⁴² » qui régissent la vie en société. Il fut son apparition d'abord dans les sciences dures ou autrement dit « les sciences exactes », et c'est au médecin français Claude Bernard (1885) que l'on doit ses prémices en biologie, c'était le premier qui étudia les mécanismes régulateurs du corps humain. La régulation est ainsi un concept que l'on peut aussi relever certaines de ses traces dans les travaux précurseurs de la cybernétique de certains informaticiens qui essayaient d'expliquer le fonctionnement des outils électroniques de communication⁴³.

Cependant, il reste que si la notion est désormais employée pour décrire des phénomènes sociaux divers, sa véritable théorisation en sciences sociales revient aux sociologues économistes de l'école dite justement « de la régulation » qui, dans les années 70, l'ont introduite pour expliquer des réalités socio-économiques. C'est au socio-économiste Michel Aglietta (1976) que l'on doit une première analyse fouillée du système capitaliste où il démontre que sa survie en tant que modèle d'organisation sociale, et en dépit de la multitude des intérêts contrastés qui animent ses antagonistes, est essentiellement due à sa capacité d'autorégulation grâce à ses mécanismes interne et externe capables d'induire des compromis entre divers intérêts antagonistes⁴⁴.

Bien qu'elle soit indissociable de la systémique, la notion de régulation est ainsi devenue un concept central ayant un rôle crucial dans divers domaines académiques, reflétant la complexité et l'interdépendance des systèmes sociaux, économiques et politiques. L'approche systémique de David Easton, introduite en 1965, a marqué un tournant dans la compréhension des structures politiques, mettant en lumière les processus dynamiques qui permettent à un système politique de s'adapter et de perdurer face aux changements et aux défis externes. Cette perspective a ouvert la voie à une analyse plus nuancée des politiques publiques, où la focalisation se déplace de l'État vers les interactions complexes

⁴⁰ De Boeck Sup and De Boeck Sup, 'MÉTHODOLOGIE La Modélisation Systémique : Outils Méthodologiques Pour Économistes', 2006.

⁴¹ Expert Iconzi, C. Gendron (dir.), "La régulation sociale : un concept au centre du débat récurrent sur la place relative de l'acteur et du système dans l'organisation des rapports humains en société", Les cahiers de la Chaire – collection recherche N° 01-2005.

⁴² Carine Martin, 'Fiche 5. Concepts de base en sociologie : la régulation sociale', in *Réussir tout le semestre 2 - IFSI* (Vuibert, 2022), III, 13–14 <<https://www.cairn-sciences.info/reussir-tout-le-semestre-2-ifs-9782311662412-page-13.htm>> [accessed 10 June 2024].

⁴³ Expert Iconzi, C. Gendron (dir.), *Op. Cit.*

⁴⁴ *Ibid.*



entre divers acteurs, soulignant l'importance de la négociation et du compromis dans la formulation et la mise en œuvre de l'action publique.

En somme, et bien que le mot latin « *regulare* » fasse l'origine étymologique du vocable « régulation » qui est en vogue, depuis les années 1970, dans la littérature économique et financière contemporaine, pour désigner « règle » ou « soumettre à une règle », la *régulation* renvoie ainsi directement à l'idée de « normes » qui régissent un collectif. Elle est en cela indissociable du social et du tout construit qui se fait en son sein. Elle est une thématique ni dissociable ni concevable en dehors du cadre d'une analyse systémique, et qu'on ne peut prétendre réguler que dans le cadre d'un système forgé d'un ensemble d'acteurs plus ou moins homogènes mais d'intérêts plus ou moins antagonistes ou contrastes. Cadre qui nécessite des mécanismes de régulation pour que son fonctionnement soit correct, serein et en sécurité, lui permettant ainsi de perdurer dans le temps.

Alors, ainsi définie, que revêt-elle dans le domaine financier cette notion de « régulation » rattachée au qualificatif « juridique », pour dire *in fine* « régulation juridique financière » ou tout simplement « régulation financière », et plus particulièrement, la *régulation* des marchés financiers ?

2- Régulation financière

En plus de sa scientificité confirmée en tant que paradigme ayant l'autorité scientifique justifiant les transformations et changements en œuvre dans les sociétés contemporaines et la complexité des problèmes qui en découlent, ainsi que les nouveaux modes d'intervention publique et les mécanismes de coordination et d'intégration qu'elles supposent, la notion de *régulation* présentent d'autres significations clé en Droit moderne ou contemporain que nous présenterons ci-après (a), afin de se prononcer sur sa consistance en matière financière (b).

a- Significations en droit

En synthétisant la conception de Jacques Chevallier en matière de « régulation juridique », trois acceptions au moins de cette notion peuvent être dégagées, selon cet auteur. Ces trois notions très proches et qui peuvent se combiner, prêtent souvent, selon cet auteur, à des confusions et revêtent une certaine ambiguïté qui interpelle à la distinction entre la fonction régulatrice du droit (i), le droit régulateur (ii) et le droit de régulation (iii).

i- La fonction régulatrice du droit

Dans cette perspective, et à l'instar de ses homologues François CHAZEL et Jacques COMMAILL, Chevallier affirme que « *la régulation est conçue comme une des fonctions essentielles du droit*⁴⁵ », y compris le droit financier, et précise

⁴⁵ Jacques Chevallier, 'La Régulation Juridique En Question', *Op. Cit.* p. 830.



dans ce sens que cette fonction peut être vue sous deux angles différents : endogène et exogène. Quant à son aspect externe, le droit est appréhendé comme « *un moyen de régulation des conduites* », ce qu'est aussi le droit financier en tant que droit adapté à la vie financière⁴⁶, qui réglemente conformément à ses modes originaux les relations et comportements des acteurs dans ce domaine spécifique de l'économie. D'un point de vue interne, et en tant que système disposant d'une certaine cohésion spécifique, le droit en général suppose une régulation endogène destinée à éliminer les contradictions éventuelles, notamment à travers la présence d'un système juridictionnel qui, dans le cas des marchés financiers, vise à travers les juridictions financières à harmoniser la réglementation financière et annuler tout effet perturbateur venant de l'extérieur. C'est en cela que Chevallier rejoint Niklas Luhmann pour qui « *le système juridique comme un système autopoïétique* ⁴⁷ » implique l'existence d'un tiers régulateur capable, de par sa puissance exogène⁴⁸, d'assurer le maintien de l'équilibre en sein, et il voit dans ce sens que « *le concept de régulation coïncide bien avec certaines caractéristiques du phénomène juridique* ⁴⁹ ».

Cela étant, l'étendue du Droit en général et celle du droit financier en l'occurrence, dans le dispositif de *régulation* des comportements, se voit élargie ou rétrécie selon que l'Etat cherche à réglementer ou déréglementer certaines activités sociales, y compris les opérations financières. Ceci dit, la régulation ne signifie aucunement⁵⁰ qu'elle se réduit à une « réglementation », ou que la « déréglementation » est synonyme de la « dérégulation » mais plutôt une sorte de re-réglementation conformément à des objectifs escomptés. Subséquemment nous allons assister à l'avènement d'un droit régulateur.

ii- Le droit régulateur

Le droit régulateur se présente dans cette optique comme étant un droit emblématique de l'Etat providence, Etat interventionniste, Etat propulseur, Etat qui dispose le droit comme un outil d'interférence ou d'ingérence dans certains aspects de la vie sociale, pour influencer des systèmes sociaux autonomes ou réaliser certains objectifs, tels que par exemple le bon fonctionnement et la sécurité des marchés financiers ou la protection de l'épargne publique. Le droit

⁴⁶ Cassou Pierre-Henri. Le droit financier, un droit adapté à la vie financière. In: Revue d'économie financière, n°25, 1993. Droit et finance. pp. 9-21. doi : 10.3406/ecofi.1993.1985 http://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_1993_num_25_2_1985.

⁴⁷ *Ibid.*

⁴⁸ Marie-Anne Frison-Roche - I-1.11 La Distinction Entre La Régulation Économique et La Régulation Financière.Pdf <https://mafr.fr/IMG/pdf/132-Distinction_reg_financiere_et_economique.pdf> [accessed 25 June 2024].

⁴⁹ Jacques Chevallier, 'La Régulation Juridique En Question', *Op. Cit.*, p. 831.

⁵⁰ La terminologie française distingue bel et bien la régulation et la réglementation. La régulation ne doit en aucun cas se confondre avec la réglementation, laquelle demeure entre autres un instrument au service de la régulation. *Voir*, Marie-Arme Frison-Roche "Droit de la régulation", LE DALLOZ, 2001, n° 7.



régulateur manifeste, à cet égard, comme étant un outil par lequel l'Etat cherche à exercer une nouvelle emprise sur la société ou certains secteurs économiques, tout comme étant une nouvelle normativité, compte tenu de la crise de cet Etat interventionniste, ce qui reflète que la régulation est « *un indicateur des transformations en cours du phénomène juridique*⁵¹ ». Dans cette perspective, la régulation présumée être un attribut intrinsèque de tout droit, ne le serait plutôt plus, car elle sera une caractéristique principale de ce type spécifique de droit, par lequel l'État providence intervient et parvient à réaliser certains objectifs dans certains secteurs.

A cet égard, J. Chevallier souligne que la critique de la rationalité constructiviste et du droit régulateur que certains penseurs comme Niklas Luhmann, Gunther Teubner et Friedrich A. Hayek ont formulé sur le rôle de l'État et la nature du droit dans la société moderne, soulève autant de questions fondamentales⁵². Alors que Luhmann et Teubner ont mis en lumière les limites de l'interventionnisme étatique par le droit comme outil privilégié pour influencer certains systèmes sociaux autonomes, Hayek a avancé une critique systématique de la rationalité constructiviste, arguant que le "droit de la liberté" devrait émerger de la "nature des choses" plutôt que d'être imposé par l'arbitraire humain, et que toute tentative de législation distributive ou interventionniste perturbe l'ordre spontané du marché et est, par conséquent, injuste⁵³.

Ces perspectives savantes critiquant la rationalité et le constructivisme sous-tendant ce droit étatique réglementaire, mettent en avant l'idée que le droit ne devrait servir à réaliser des politiques ou programmes finalisés et des objectifs sociaux spécifiques, mais à établir un cadre général, stable et prévisible pour l'action individuelle, soulignant par là même l'importance des principes de liberté individuelle et de l'ordre spontané dans la pensée libérale classique. C'est alors l'ère d'un nouveau droit qui se fonde sur les débris d'un Etat interventionniste, propulseur et redistributeur en crise, un droit emblématique à la fois de cette crise de l'Etat keynésien et de l'avènement d'un Etat régulateur et fédérateur d'initiatives qui conçoit le droit autrement, selon une nouvelle rationalité et de nouvelles formes de *régulation*, qui prônent plus de flexibilité, d'adaptation et de performativité ; c'est le droit de régulation.

iii- Le droit de régulation

La norme de droit reste unique dans sa conception quelque soient les lieux, les temps et les sources, mais ce qui change ce sont les fonctions qu'on lui attribue et les objectifs qu'on escompte de son utilisation. Ainsi, désigné sous différents

⁵¹ Jacques Chevallier, 'La Régulation Juridique En Question', *Op. Cit.*, p. 833.

⁵² *Ibid.*

⁵³ *Ibid.*



vocables « *droit pluraliste, droit négocié, droit mou, droit réflexif*⁵⁴ » ou « *droit souple*⁵⁵ », le droit de *régulation* est conçu dans cette perspective, de par ses nouveaux modes de production et d'utilisation, comme un « nouveau droit⁵⁶ » qui marque bel et bien le passage d'un Etat providence à un Etat régulateur⁵⁷. Le concept de *régulation* dans ce « droit post-moderne » reflète une évolution significative dans les manières dont les sociétés abordent la législation et la gouvernance, en réponse aux défis posés par la mondialisation et les limites de l'État providence. Cette nouvelle forme de droit, souvent désignée sous le terme de « droit de *régulation* », se distingue du « droit réglementaire » traditionnel par sa flexibilité, son approche pragmatique et sa capacité à s'adapter aux réalités sociales et économiques devenant si complexes d'aujourd'hui. Selon cette nouvelle perspective de la *régulation* juridique, la règle de droit s'infléchit plutôt qu'elle ne se replie, pour s'ajuster à toute nouvelle donne sociétale et sociale, pour mieux encadrer les aspects de la vie en société tout en conciliant efficacité économique et autres impératifs non économiques ou d'intérêt public.

Ces transformations illustrées, entre autres, par la création d'autorités administratives (ou publiques) indépendantes comme mécanismes de *régulation* sectorielle, visant à équilibrer des objectifs concurrentiels avec d'autres concurrentiels ou d'ordre général, trouvent leurs manifestations évidentes et plus poussées en matière financière. Toutefois, cette sectorisation largement consacrée avant le déclenchement aux Etats-Unis de la crise des années 2007-2008, devenue internationale puis mondiale en 2009, ne serait plutôt l'avatar de la *régulation* financière de demain. L'heure serait plutôt à une *régulation* intégrée⁵⁸.

b- Régulation juridique dans un secteur fragmenté

Le domaine de la finance est l'un des secteurs de l'économie le plus fragmenté en matière de *régulation* dans le monde. Néanmoins, on peut distinguer au sein de ce domaine, au moins, trois régulations sectorielles : le secteur bancaire, le

⁵⁴ Jacques Chevallier, 'Vers Un Droit Post-Moderne ? Les transformations de la régulation juridique', *Op. Cit.*

⁵⁵ 'Pauline Joly. Le Droit Souple En Droit Financier. Droit. Université Paris Sciences et Lettres, 2021. Français. NNT : 2021UPSLD044. Tel-03682507'.

⁵⁶ Jacques Chevallier, 'Vers Un Droit Post-Moderne ? Les transformations de la régulation juridique', *Op. Cit.*

⁵⁷ Jacques Chevallier, 'L'état Régulateur:', *Revue Française d'administration Publique*, n o 111.3 (2004), pp. 473–82, doi:10.3917/rfap.111.0473.; *Giandomenico Majone, La Communauté européenne : un Etat régulateur*, Paris, Montchrestien, 1996, 158 pp. <<https://www.decitre.fr/livres/la-communaute-europeenne-9782707606990.html>> [accessed 20 June 2024].

⁵⁸ Selon les assertions d'un ancien secrétaire général du Comité de la réglementation bancaire et financière, ancien membre du Group of Experts on Banking Issues auprès de la Commission européenne; *V.*, Pierre-Henri Cassou, « OBJECTIFS ET PRINCIPES DE LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE EUROPÉENNE », RAPPORT MORAL SUR L'ARGENT DANS LE MONDE (2014).



secteur des assurances et enfin celui des marchés financiers. En France, Romain Rambo a conclu dans sa thèse de recherche sur les rapports entre Droit administratif et théorie économiques, que le Droit français des marchés financiers relève bel et bien de la *régulation* plutôt que de la *police*, étant que « *le secteur des marchés financiers est considéré très majoritairement comme un secteur régulé, tant de la part de la doctrine que du droit positif lui-même*⁵⁹ ». Dans ce cadre et comme on est dans une économie libérale, les marchés financiers, y compris ceux de produits dérivés financiers (PDF) et tout comme les autres marchés, sont animés par une concurrence dynamique entre les entreprises qui proposent une variété de services financiers, souvent désignés sous le terme de "produits" par les professionnels du secteur. Ces produits sont destinés à une clientèle potentielle composée principalement de ménages et d'entreprises, et dans une moindre mesure, d'autres entités institutionnelles.

Dans ce sillage, la *régulation* juridique de ces marchés financiers aussi spécifiques qu'il paraît, joue un rôle crucial en protégeant les consommateurs, c'est-à-dire les investisseurs ou épargnants non professionnels, contre les pratiques frauduleuses ou les risques excessifs associés à ces produits financiers intrinsèquement risqués. Bien que la *régulation* dans ce secteur ne puisse carrément immuniser les investisseurs contre toutes les pertes financières, elle s'efforce au moins de minimiser les risques en imposant aux opérateurs du marché des normes de transparence, d'équité et de bonne conduite.

En outre, la *régulation* vise à assurer une concurrence équitable entre les acteurs du marché, en veillant à ce que tous les opérateurs soient soumis aux mêmes conditions de risque. Cela contribue à créer un environnement de marché où la confiance et l'intégrité prévalent, ce qui est essentiel pour le bon fonctionnement et la stabilité du système financier. Sur le plan sociologique, la *régulation* des marchés financiers reflète la problématique plus large de la "société du risque", où les individus et les institutions doivent naviguer dans un paysage de risques et d'incertitudes dans divers domaines de la vie. Cette *régulation* est donc un élément clé de la gouvernance économique moderne, cherchant à équilibrer les besoins de protection des consommateurs avec ceux de la promotion d'une innovation et d'une compétitivité saines sur le marché financier. Elle illustre la manière dont les sociétés contemporaines gèrent les risques et les opportunités associés à la complexité croissante des instruments financiers et des marchés mondiaux.

En somme, si l'on conçoit aujourd'hui que les marchés de PDF relèvent désormais du vaste ensemble dénommé « marché financier » et que l'on considère avec Romain Rambo que le droit régissant cet ensemble est qualifié de *régulation*, dès lors ces marchés dérivés ne peuvent qu'être perçus que comme des marchés *régulés*. D'ailleurs c'est ce que nous essayerons de vérifier dans notre analyse du

⁵⁹ Romain Rambaud, *Op. Cit.*, p. 488.



marché à terme d'instruments financiers réglementé à travers l'analyse du MATIF marocain.

B- Le MATIF marocain comme marché *régulé*

Le concept de *régulation* que nous venons de forger avec J. Chevallier, est une idée qui « *implique en effet l'existence d'un « régulateur »⁶⁰* », et c'est en cela qu'il a souligné la préexistence du « régulateur » à la « régulation », c'est-à-dire que l'on ne peut avoir de *régulation* sans l'existence préalable d'un régulateur. Chevallier a donc nuancé cette antériorité en affirmant que « *le concept de « régulateur » a d'ailleurs précédé celui de « régulation »* », une telle posture de *régulateur* ne peut être incarné que par une « *instance capable, par sa position d'extériorité, d'assurer le maintien de l'équilibre du système en cause⁶¹* ». Quant aux marchés financiers dont en font partie les marchés réglementés de PDF, ils constituent à eux seul un secteur de la sphère financière, marqués par leur complexité, technicité ainsi que la rapidité des mutations qu'ils connaissent, ce qui nécessitait jadis une *régulation* sectorielle qui tend aujourd'hui vers la régulation intégrée⁶². C'est ainsi que l'on assiste à une telle *régulation* attribuée, selon les cas, à des Autorités Administratives ou Publiques Indépendantes hétérogènes⁶³, telle que l'AMF en France, la SEC et la CFTC aux Etats-Unis et l'AMMC au Maroc, mais cette fonction de *régulation* n'est pas exclusivement réservée à ses autorités. Elle reste largement partagée avec d'autres acteurs, ce qui a pour corollaire une autorégulation supplétive⁶⁴, où l'autorité publique y conserve toujours une place privilégiée⁶⁵, même si « *cette mission ne coïncide par ailleurs pas nécessairement avec les frontières étatiques⁶⁶* ».

Alors, les marchés réglementés et bien qu'ils soient essentiellement des bourses, ils sont inévitablement soumis à la surveillance de deux types d'autorités « *au contrôle à la fois d'une autorité de marché et d'une autorité de supervision⁶⁷* ». Cette dualité de *régulation* des marchés s'inscrit dans une perspective de quête de l'efficacité des interventions de l'Etat dans certains secteurs aussi bien sophistiqués que compliqués, tels que les marchés financiers.

⁶⁰ Jacques Chevallier, « *La Régulation Juridique En Question* », *Op. Cit.*, p. 831.

⁶¹ *Ibid.*

⁶² Vincent Delval. *Recherche sur un modèle d'autorité de régulation dans l'Union européenne dans les secteurs économiques et financiers*, Thèse de Droit, Université du Droit et de la Santé - Lille II, 2016, pp. 55 et *Suiv.*

⁶³ Marina Teller, « *La Régulation Des Marchés Financiers Entre Pouvoirs Privés Économiques et Ordre Public Économique* », *Revue Internationale de Droit Économique*, t. XXXIII.1 (2019), pp. 91-103, doi:10.3917/ride.331.0091.

⁶⁴ *Ibid.*, p.655.

⁶⁵ Daniel Keuffi, *La Régulation des marchés financiers dans l'espace OHADA*, Thèse en cotutelle soutenue pour l'obtention du Doctorat en droit de l'Université de Strasbourg et du Doctorat en droit/Ph.D de l'Université de Dschangt, 2010, Introduction, p. 25.

⁶⁶ *Ibid.*

⁶⁷ Joseph Benjamin Mojuyé, *Op. Cit.*, p. 107.



C'est dans cette perspective que les pouvoirs publics marocains se sont investis à institutionnaliser de telles autorités de *régulation* sectorielle, démarche qui s'est assez rapidement imposée et diffusée, au cours des dernières décennies, comme un nouveau mode d'action publique et comme le mécanisme adéquat aux mains des pouvoirs publics pour atteindre l'efficacité de leurs interventions dans tels secteurs.

Donc, ainsi institué en vertu de la Loi 42-12 précitée, qui reste le cadre général et texte de base en matière d'encadrement de la dérivation financière, le MATIF réglementé marocain se voit attribuer les vertus d'un marché *régulé*⁶⁸ et auto-régulé (1), dont une large partie de son organisation, fonctionnement et *régulation* est prévue par ce texte, y compris l'architecture institutionnelle de *celle-ci* (2).

1- Aspects symptomatiques de *régulation*

Bien que réglementé, étant institué par la Loi, le MATIF marocain sera par définition une bourse qui viendra s'adjoindre au secteur boursier au Maroc, dont la *régulation* sera à bien des égards, comme ailleurs dans les expériences de benchmark (notamment de part et d'autre de l'atlantiques), partagée entre des autorités publiques et d'autres autorités dits de marché. A cet effet, et d'après la lecture faite aux dispositions de la Loi 42-12 instituant ce marché, il ressort bel et bien que les concepts non seulement d'une *régulation* sont manifestement présents, mais aussi une *compliance*⁶⁹ en la matière est prévue dans ce texte législatif. Cependant, ce texte de portée général sur la dérivation financière, prévoit une *auto-régulation* articulée autour de l'entreprise de marché ou bien la « société gestionnaire⁷⁰ » ainsi dénommée dans ce cas précis du Maroc.

De ce fait, et à l'instar de ses homologues français et américain, le législateur marocain a privilégié les principes de *compliance* comme *régulation* de « partenariat public/privé⁷¹ », *régulation mixte*⁷² ou *partagée* entre les Autorités de tutelle et de supervision (a), et les Autorités professionnelles ou de marché, auxquelles le législateur a bien dévolu certaines prérogatives de réglementation, d'implémentation et de performance des règles et normes relatives à l'organisation et au fonctionnement de ce marché (b).

a- *Régulation* tutélaire et supervisée

Le législateur marocain a, en vue de s'aligner sur les standards internationaux en la matière, choisi un système mixte de *régulation* pour son MATIF, et il a ainsi

⁶⁸ Pour savoir plus sur les critères de la *régulation* ; Voir Romain Rambaud, Thèse *précit.*, Introduction, pp. 26 et *Suiv.*

⁶⁹ Antoine Gaudemet, « *Qu'est-ce que la compliance ?* », *Commentaire*, Numéro 165.1 (2019), pp. 109–14, doi:10.3917/comm.165.0109.

⁷⁰ Article 8 de la Loi 42-12 précitée.

⁷¹ Marina Teller, *Op. Cit.*

⁷² Jacqueline Riffault, « *La Réglementation Des Marchés Financiers Dans Le Cas Particulier de l' Abus de Marché* », 50 (2019), pp. 629-681.



instauré un partage de compétences entre autorités administratives et autorités professionnelles. Alors que celles-ci est incarnée, de part et d'autre de l'atlantique, par les entreprises de marché, personnes morales de droit privé, la *régulation* administrative dans ces deux juridictions est incarnée par l'AMF en France et aux Etats-Unis par la SEC et la CFTC, autorités publiques indépendantes de l'anglicisme « *independent agencies* »⁷³. Ce même choix opéré par le Maroc, l'Autorité marocaine du marché des capitaux⁷⁴ (AMMC), dénommée ainsi, voyait son champ de compétence s'étendre pour inclure certains aspects de *régulation* du MATIF institué en vertu de la Loi 42-12. Cette Autorité, outre son intervention propre et spécifique à ses domaines de compétence relatifs à ce marché, se voit encore investie de compétences conjointes avec Bank Al-Maghrib (BAM) sur ce dernier. Ainsi, l'article 6 de la Loi précitée distingue entre, d'une part, le champ d'intervention propre à chacune des deux autorités et, d'autre part, leur champ d'intervention conjointe qui s'effectue dans le cadre de « l'instance de coordination du marché à terme, ci-après ICMT », ce qui laisse entendre que cette démarche est originale et propre à l'expérience marocaine en la matière.

Ainsi et conformément aux dispositions de la Loi 42-12 précitée, l'intervention de BAM et de l'AMMC sur le marché à terme « *se définit au regard des missions de ces deux autorités telles que définies par les textes législatifs et réglementaires les régissant* »⁷⁵. Cependant, alors que BAM s'active dans les domaines touchant en particulier les aspects de sécurisation des systèmes de compensation et de paiement de ce MATIF, l'AMMC se voit attribuer les compétences de la supervision et du contrôle des aspects opérationnels des membres négociateurs, de la société gestionnaire et de la chambre de compensation dudit marché⁷⁶⁻⁷⁷. Quant à l'intervention conjointe de ces deux autorités de supervision, s'effectuant dans le cadre de l'ICMT, elle est déterminée par l'article 6 de la Loi précitée. Cette Loi dispose que cette intervention porte sur « *[l]es domaines relatifs en particulier à l'instruction des dossiers d'agrément des membres, l'appréciation des règlements généraux de la société gestionnaire et de la chambre de compensation, le contrôle des aspects opérationnels des membres compensateurs, la fixation et la supervision du dispositif prudentiel applicable aux membres, à la société gestionnaire et à la chambre de compensation.* »

Tel que son nom l'indique et la mission de coordination qui lui est confiée, l'intervention conjointe de BAM et l'AMMC, dans le cadre de cette ICMT, est de nature à épargner ces deux autorités de tutelle et de supervision tout conflit

⁷³ Joseph Benjamin Mojuyé, *Op. Cit.*, p. 115 et *Suiv.*

⁷⁴ Successeur du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) transformé en personne morale publique dotée de l'autonomie financière se voit attribuée les compétences de celui-ci avec un certain élargissement du champ d'intervention ; Article 1^{er} de la 43-12 relative à l'Autorité marocaine du marché des capitaux.

⁷⁵ La Loi 42-12, Article 6.

⁷⁶ *Ibid.*

⁷⁷ *Ibid.*, Article 73.



d'intérêts ou de chevauchement de compétences. Conflit d'intérêts ou chevauchement qui seront susceptibles de déverser sur un certain laxisme, pour ne pas dire un laxisme certain. Bref, leur intervention conjointe permettrait d'atteindre l'efficacité tant recherchée par les pouvoirs publics en agissant dans un tel domaine aussi épineux que celui des marchés à terme. Ceci dit, qu'en est-il de la régulation professionnelle, c'est-à-dire la régulation par les acteurs du marché eux-mêmes ou l'*auto-régulation* et la *compliance* ?

b- Régulation professionnelle, autorégulation ou compliance

Sont considérées en droits américain et français comme autorités professionnelles ou encore autorités de marché ou d'*autorégulation* « *les conseils d'administration des bourses des valeurs et/ou de commerce et des sociétés de compensation* (« *clearing agencies* ») (p.ex. l'OCC sur les marchés réglementés d'options) aux États-Unis, et ceux des entreprises de marché (telles que MONEP S.A. et MATIF S.A.) et les chambres de compensation (p.ex. LCH-CLEARNET) en France⁷⁸». Cependant, et en guise d'un benchmark pour l'expérience marocaine en matière d'organisation des marchés à terme à l'échelle internationale, on trouve que le législateur marocain a emprunté le chemin de ses homologues français et américain, en articulant l'organisation, le fonctionnement et la gestion du MATIF autour de deux entités de droit privé. En revanche, les deux expériences américaine et française, leaders en la matière, ont inspiré par la maturité de leurs modèles de *régulation* non seulement les autorités de régulation marocaines mais le monde entier. Et, on peut dès lors relever deux autorités institutionnelles professionnelles, instituées à cet égard par la Loi 42-12 précitée pour *implémenter* l'encadrement juridique et réglementaire, ainsi instauré pour le MATIF marocain.

D'un côté, on trouve que la gestion de ce marché a été attribuée en vertu des dispositions de l'article 8 de la Loi précitée à une entreprise de marché, dénommée « *Société gestionnaire du marché à terme* ». Personne morale de droit privé, cette société anonyme constitue le socle autour duquel s'articule toute l'organisation de ce marché à terme, que nous traiterons ci-après de ses aspects de réglementation du MATIF qu'elle est investie à cet égard. De l'autre côté, on trouve une seconde autorité phare dans tout marché à terme réglementé, sans laquelle un marché, quoiqu'il soit bien organisé, ne peut prétendre être réglementé⁷⁹ ; c'est la « *chambre de compensation* » le garant de la sécurité et de bonne fin des transactions à terme. Elle est instituée en vertu des dispositions de l'article 27 de ladite Loi 42-12, comme société anonyme, c'est-à-dire une personne morale de droit privé, à laquelle est concédée la gestion du dispositif de compensation sur ce marché à terme réglementé, et ce,

⁷⁸ Joseph Benjamin Mojuyé, *Op. Cit.*, pp. 117-118.

⁷⁹ *Ibid.*



conformément à un cahier des charges approuvé par le ministre chargé des finances.

Pourtant si nous avons tenté d'appréhender de plus près les aspects de *régulation* du MATIF marocain, il n'en demeure pas moins qu'il est nécessaire d'explicitier l'architecture institutionnelle de cette *régulation* en traitant des prérogatives relatives aux différentes autorités compétentes en matière d'encadrement réglementaire de ce marché.

2- Architecture institutionnelle de *régulation* et encadrement réglementaire du MATIF

L'on conçoit avec la doctrine en la matière que l'encadrement réglementaire du marché à terme réglementé s'effectue à deux niveaux, d'abord, il est réalisé par l'Autorité publique chargée du contrôle de ce marché, tel que l'AMF en France ou la SEC et la CFTC aux Etats-Unis⁸⁰. Ensuite, cet encadrement réglementaire se met en œuvre, de part et d'autre de l'Atlantique, par une Autorité de marché sous la supervision de l'Autorité publique. C'est pour cela que l'on envisagera, dans le cadre de l'expérience marocaine, les aspects de cet encadrement réglementaire en abordant respectivement les pouvoirs conférés aux Autorités administratives de tutelle (a), et ceux dévolus aux Autorités professionnelles, dits de marché du fait de leurs statuts de droit privé (b).

a- Compétences des Autorités de tutelle

Sans pour autant prétendre à l'exhaustivité de l'analyse des compétences réglementaires dévolues par les législations et des textes de leur application auxquels sont assujetties ces autorités, nous nous contenterons d'en traiter brièvement quelques-unes, prévues par la Loi 42-12 relative au marché à terme. D'une part, nous envisagerons successivement les interventions individuelles de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC) (i) et de Bank Al Maghrib (BAM) (ii), d'autre part, nous aborderons les interventions conjointes de ces deux autorités dans le cadre de l'Instance de Coordination du Marché à Terme (ICMT) (iii).

i- Prérogatives de l'AMMC

Comme toute autorité de régulation financière dans le monde contemporain, l'AMMC est chargée de veiller sur la protection de l'épargne publique, l'information des investisseurs et la sécurité des marchés. Ainsi que le dispose le Code monétaire et financier français, l'autorité des marchés financiers (AMF) « *veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers*⁸¹ ». Parallèlement, l'article 3 de la Loi 43-12 relative à l'AMMC dispose que

⁸⁰ Hubert de Vauplane and Jean-Pierre Bornet, *Op. Cit.*, pp. 251-252.

⁸¹ C. Mon. Fin., article 621-1.



« L'AMMC est chargée de s'assurer de la protection de l'épargne investie en instruments financiers [...]. Elle veille, également, conformément aux principes de la protection de l'épargne et du traitement équitable des investisseurs, à l'égalité de traitement des épargnants, à la transparence et à l'intégrité du marché des capitaux et à l'information des investisseurs⁸² ».

Les produits dérivés financiers constituent désormais une catégorie à part entière relevant de l'ensemble plus vaste des « instruments financiers⁸³⁻⁸⁴ » dans lesquels est investie l'épargne publique. Le domaine de la dérivation financière constitue ainsi un nouveau champ de compétence pour l'AMMC, qui vient s'ajouter aux compétences et prérogatives hérités de son prédécesseur le CDVM. Elle a ainsi vu ses attributions élargies à ce domaine à travers les dispositions de la Loi 42-12 instituant ce marché, ainsi qu'à travers la Loi 43-12 instituant cette Autorité elle-même. Relèvent désormais, entre autres, du champ de compétence de l'AMMC, selon l'article 4 de la Loi 43-12 précitée relative à cette Autorité, les attributions de contrôle relatives aux « négociateurs, aux compensateurs, aux négociateurs-compensateurs, à la société gestionnaire et à la chambre de compensation, régis par la législation en vigueur relative au marché à terme d'instruments financiers », ainsi qu'elle doit au titre de ce même article s'assurer « que ceux-ci respectent les dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables ».

Dans ce cadre, et afin d'accomplir les missions qui lui sont dévolues en matière de la régulation des marchés dérivés, l'AMMC est habilitée en vertu de l'article 6 de la Loi 43-12 précitée à édicter des circulaires qui s'appliquent aux personnes et organismes relevant du marché à terme d'instruments financiers (MATIF). L'AMMC est appelée par là même de veiller sur le respect par lesdits organismes et personnes assujettis des dispositions de la Loi 42-12, des règlements généraux prévus par les articles 9 et 29 de ladite loi. Ces règlements sont respectivement établis par la « société gestionnaire » et la « chambre de compensation ». Aussi, les assujettis aux contrôle et supervision de l'AMMC sont tenus de respecter ses circulaires prises pour l'exécution des missions qui lui sont attribuées en termes

⁸² Article 3 de la Loi 43-12 relative à l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC).

⁸³ Article 2 de la Loi 42-12 dispose que : « pour l'application de la présente loi, on entend par instruments financiers :

« -;

« - les instruments financiers à terme ».

⁸⁴) Article 2 de la loi Loi 44-12 relative à l'Appel public à l'épargne et aux informations exigées des personnes morales et organismes faisant appel public à l'épargne, dispose que « On entend par :

« 1. Instruments financiers :

« - ;

« f) les instruments financiers à terme, régis par la législation en vigueur. Sont assimilés aux instruments financiers prévus au présent article, les instruments financiers régis par un droit étranger et reconnus équivalents par l'AMMC ».



de la Loi 42-12 précitée, ou celles prises dans le cadre de l'article 6 de la Loi 43-12 précitée, pour fixer les modalités techniques ou pratiques d'application des dispositions législatives et réglementaires applicables auxdits organismes et personnes soumis à son contrôle.

D'ailleurs, pour veiller au bon fonctionnement du MATIF et de sa chambre de compensation, et à la sécurisation de la bonne fin des transactions (Article 51), le législateur financier marocain a habilité cette Autorité publique à diligenter des enquêtes par tout agent assermenté et spécialement commissionné à cet effet (Articles 54 et 73). Elle a pour mission de rechercher et relever les infractions commises par les personnes et les organismes concernés par le contrôle de l'AMMC, au titre de l'exercice de leurs activités prévues par la présente Loi 42-12 et les textes pris pour son application (Règlements et circulaires). Quant aux sanctions administratives et disciplinaires (la mise en garde, l'injonction, l'avertissement, le blâme, la suspension d'activités, la désignation d'un administrateur,...), elles sont prévues par les Articles de 83 à 90. Somme toute, la Loi 42-12 et/ou les dispositions réglementaires prises pour son application sont ainsi prévues par le législateur pour que l'AMMC, selon le cas, réprime les agissements contrevenant les dispositions de la présente.

Qu'en est-il des pouvoirs réglementaires individuels attribués par le législateur à Bank Al Maghrib (BAM), deuxième autorité de tutelle impliquée dans l'encadrement réglementaire du MATIF ?

ii- Compétences de BAM

Certes, les acteurs et opérateurs des marchés en général, et celui des produits dérivés financiers (PDF) en particulier, ne relèvent pas des mêmes statuts juridiques ce qui implique une certaine hétérogénéité dans la régulation de ces derniers. Ainsi, les implications des établissements bancaires ou institutions financières habilités dans l'exercice de certaines fonctions au sein de ces marchés réglementés, telle que la négociation, la compensation ou ces deux activités à la fois (négociation-compensation), ou présenter des services d'investissement liés aux PDF échangés sur ces marchés, appellent un contrôle et supervision des autorités de tutelle dont ils relèvent ces établissements. C'est sous cette bannière que s'inscrit l'intervention de BAM dans la régulation de ce MATIF réglementé. Cela étant, Bank Al Maghrib (BAM) se trouve habilité à cet égard et en regard à ses compétences et expertises de longue tradition en matière bancaire, pour jouer un rôle précurseur dans l'encadrement réglementaire de ce MATIF marocain, notamment en ce qui concerne les normes prudentielles (Articles 6 et 51 de la Loi 42-12 précitée). Dans ce cadre, le champ d'intervention de ladite Banque centrale sur le marché à terme est par excellence « *les domaines relatifs en particulier à la sécurisation des systèmes de compensation et de paiement*⁸⁵ ».

⁸⁵ Article 6 de la Loi 42-12 précitée



A cet effet, la société gestionnaire du MATIF est obligée de demander l'accord de la Banque centrale lorsqu'il s'agit des opérations à terme ayant pour sous-jacents des actifs relevant respectivement du marché monétaire local et/ou du marché des changes (Article 12). Aussi, elle est sollicitée pour donner son avis sur les statuts de la chambre de compensation ainsi que leurs modifications avant qu'elles ne soient approuvées par le ministre de tutelle, et s'assure de leur conformité aux dispositions de la présente Loi 42-12 et des textes pris pour son application (Article 27). Elle statue, aussi, dans un délai de deux jours et selon le type d'agissement constaté, sur la suspension prononcée par la chambre de compensation (Article 42). Encore, et en vertu des pouvoirs de contrôle qui lui sont conférés en termes de la Loi précitée instituant le MATIF, BAM est chargé de contrôler le respect par la chambre de compensation de ses obligations dans l'exercice de ses missions, notamment en matière de surveillance des risques telles que prévues par ladite loi et les règlements généraux prévus par les articles 9 et 29 de la Loi précitée, ainsi que les dispositions de ses circulaires qui lui sont applicables (Articles 51,52 et 53).

Pour accomplir les missions de contrôle et de surveillance individuelles qui lui sont confiées au titre de la Loi 42-12 relatif au MATIF, la Banque centrale est habilitée à rechercher des infractions aux dispositions de ladite Loi et aux textes pris pour son application commises par la chambre de compensation et les membres compensateurs. A cette fin, elle peut diligenter des enquêtes auprès de ces institutions par tout agent assermenté et spécialement commissionné à cet effet, et de leur demander aux membres précités tous documents et renseignements qu'ils jugent nécessaires (Articles 54 et 73). Et, en sanction de tout manquement constaté aux termes de ces missions, y compris ceux de non-respect des règles de bonne conduite édictées aux articles 76 et 80 de ladite Loi, Bank Al-Maghrib est habilité à adresser aux contrevenants des mises en garde, injonctions, avertissements ou blâmes et d'en suspendre le cas échéant certaines activités (Articles 83, 84, 85 et 87). Ladite instance bancaire centrale, et conformément aux dispositions de l'article 108 de la Loi 42-12 précitée, est également chargée de contrôler la société gestionnaire du marché à terme, la chambre de compensation et les membres du MATIF.

Cela étant dans le cadre de ses missions à titre individuel, d'autres compétences sont exercées conjointement avec l'AMMC, et ce, dans le cadre de l'Instance de Coordination du Marché à terme (ICMT) prévue par l'article 7 de la Loi 42-12 relative audit marché.

iii- Compétences de l'ICMT

Instituée en vertu des dispositions de la Loi 42-12 relative au marché à terme d'instruments financiers, l'ICMT est chargée de coordonner les actions de l'AMM



et BAM en matière de contrôle conjoint du MATIF⁸⁶. A ce titre, ses membres peuvent procéder entre eux à tout échange d'informations sur leurs activités de supervision de ce marché à terme.

A l'instar des pouvoirs accordés individuellement et respectivement à l'AMMC et BAM, l'ICMT se voit attribuer dans certaines mesures des pouvoirs similaires qui touchent simultanément leurs champs de compétence respectifs, ce qui explique que sur les 109 articles constituant la Loi 42-12 relative au MATIF, presque le un tiers de ces articles comporte au moins une disposition qui fait allusion à une intervention ou un acte de cette IMCT. Cela reflète bel et bien l'importance capitale accordée à cette dernière par le législateur en matière d'encadrement réglementaire du MATIF, et on peut dès lors relever entre autres les pouvoirs ci-après qui rentrent dans ses attributions :

- Pouvoirs consultatif et de décisions individuelles qui font de l'ICMT le spécialiste et l'expert, ce qui rend possible l'attribution d'agrèments, de visas et de licences afin d'encadrer les acteurs et les produits présents sur le marché. Ce sont des pouvoirs qui touchent des domaines relevant à la fois et de manière transversale du champ de compétence de l'AMMC et de celui de BAM, ce qui nécessite de ces deux organismes de donner avis, accord et/ou de faire des propositions conjointes, notamment sur les règlements généraux de la société gestionnaire et de la chambre de compensation, avant d'être approuvés par le Ministre chargé des finances (Articles 9 et 29). Aussi, l'avis de ladite instance est sollicité par le Ministre de tutelle pour la délivrance d'agrément pour l'exercice des activités de négociation, de compensation et de négociation-compensation d'instruments financiers à terme, ainsi que sur les niveaux de capital minimal nécessaire pour l'exercice de ces activités (Articles 55, 56, 57 et 58). De plus, l'avis de l'ICMT est aussi attendu par le Ministre chargé des finances pour donner son accord sur les modifications relatives au contrôle d'un membre ou à la nature des activités qu'il exerce, subordonnées à l'octroi d'un nouvel agrément délivré par ledit ministre, notamment les projets de fusion de deux ou plusieurs membres et les projets d'absorption d'un ou plusieurs membres par un autre membre, dont l'agrément de la nouvelle entité résultant de l'une de ces deux opérations est délivré dans les mêmes conditions de départ (Article 61). Enfin, l'IMCT doit donner son avis sur l'un des plus importants aspects de sécurité du MATIF, celui se rapportant aux règles prudentielles consistant à maintenir par les membres des proportions appropriées, lesquelles sont fixées par le ministre chargé des finances

⁸⁶ Décret n° 2-18-827 du 3 ramadan 1440 (9 mai 2019) fixant la composition et les modalités de fonctionnement de l'instance de coordination du marché à terme. L'article 7 de la Loi 42-12 précitée relative au marché à terme d'instrument financiers dispose que « *Les modalités pratiques de cette intervention conjointe sont fixées dans un protocole d'accord entre les deux autorités précitées.* »



sur proposition de la société gestionnaire et/ou de la chambre de compensation (Article 81) ;

- Quant au pouvoir de contrôle et de surveillance du MATIF conférés à l'IMCT, on trouve que celle-ci jouit des mêmes pouvoirs attribués à titre individuel aux deux Autorités le constituant (Article 73). Elle a ainsi, pour s'assurer du bon fonctionnement du MATIF et du bon fonctionnement de la chambre de compensation, ainsi que la sécurisation de la bonne fin des transactions, l'habilité de rechercher les infractions aux dispositions de la Loi 42-12 instituant le MATIF et des textes pris pour son application, ainsi que tout manquement aux usages de la profession et aux règles de bonne conduite (Articles 83 et 88). L'ICMT procède aux contrôles des acteurs de marché pour s'assurer de leur conformité aux dispositions en vigueur en la matière, et diligente des enquêtes en cas d'infractions commises par les intervenants du MATIF.

- Le pouvoir contentieux, lequel permet à l'ICMT de contraindre tout acteur réfractaire contrevenant les règles fixées par les deux Autorités elles-mêmes constituant cette dernière ou par la loi, s'exerce dans les mêmes conditions fixées pour les interventions individuelles de l'AMMC ou BAM. Elle est habilitée à cet égard de prononcer l'ensemble des mesures précitées prises individuellement par les deux régulateurs chacun en ce qui le concerne.

Cela étant et après avoir traité des quelques attributions respectives aux différentes autorités de régulation publiques ou tutélaires en matière de dérivation financière, dans le cadre du MATIF marocain, il serait temps de souligner quelques prérogatives accordées aux Autorités professionnelles de marché ou (la « *régulation privée ou déléguée*⁸⁷ »).

b- Prérogatives des Autorités de marché

L'autre versant de la *régulation* constitué par la mise en œuvre de l'encadrement réglementaire des marchés réglementés, est incarné et assuré de part et d'autre de l'Atlantique par des autorités de marché, telles que les conseils d'administration de bourses et les sociétés de compensation ou « *clearing agencies* » aux États-Unis, et les entreprises de marché et chambres de compensation en France. Se sont-elles qui veillent quotidiennement sur le contrôle des négociations et cessions sur les marchés réglementés implantés à travers ces deux juridictions, y compris les marchés dérivés. C'est à l'instar de ces deux expériences phares en matière de dérivation financière, que la société gestionnaire

⁸⁷ En France, on parle d'une « *régulation déléguée* », où les règles de marché sont établies par les entreprises de marché, et approuvées par l'AMF. Une telle délégation est prévue par le Code des marchés financiers qui dispose que « *l'Autorité des marchés financiers peut : 1° Déléguer aux entreprises de marché et, le cas échéant, aux chambres de compensation le contrôle de l'activité et des opérations effectuées par les membres d'un marché réglementé ainsi que par les prestataires de services d'investissement ayant transmis des ordres sur ce marché* ». Vincent Delval., Thèse précit., pp. 654 et Suiv.



du marché à terme marocain (i) et la chambre de compensation de ce dernier, se sont vues attribuées par le législateur de telle mission d'implémentation de son encadrement réglementaire (ii), chacune en ce qui le concerne et en fonction de ses prérogatives.

i- Prérogatives de la société gestionnaire

C'est à l'instar de ses homologues français et américains, ayant dévolu aux entreprises de marché la mission de mise en œuvre de l'encadrement réglementaires de leurs marchés réglementés, que le législateur marocain a bien voulu attribuer cette fonction à une autorité similaire. En effet, c'est à la société gestionnaire qu'il a dévolu les prérogatives d'implémentation des règles de jeu de ce marché. Ainsi créée en vertu des dispositions de l'article 8 de la Loi 42-12, cette entreprise de marché se trouve à l'épicentre de l'organisation de celui-ci. Le législateur marocain tout en consacrant à « la négociation » sur le MATIF un premier chapitre de cinq sections de sa législation, met en exergue le rôle central de la société gestionnaire dans cette activité. L'article 11 de la Loi 42-12 précitée dispose que « *la société gestionnaire est responsable du fonctionnement régulier du marché à terme d'instruments financiers* ». En tant que concessionnaire chargé à cet égard de la gestion de ce marché réglementé en vertu d'un cahier de charges, cette société gestionnaire est tenue de respecter et faire respecter un ensemble d'obligations afférentes au fonctionnement du MATIF, à l'enregistrement et à la publicité des transactions, ainsi que les règles déontologiques devant être respectées par le personnel, le conseil de surveillance ou le conseil d'administration de la société gestionnaire du marché à terme⁸⁸.

Cette société gestionnaire, personne morale de droit privé, tient en fait son nom du fait qu'elle assure la gestion quotidienne du marché à terme placé sous son contrôle, sous la supervision des autorités publiques, et ce, bien sûr, dans le cadre des lois et règlements applicables. Deux missions essentielles au fonctionnement régulier de ce MATIF réglementé, sont donc à assumer par cette autorité de marché à savoir : la conception et la standardisation des instruments financiers à termes négociés, ce qui simplifie le déroulement des transactions et, du même coup, alimente la liquidité du marché. C'est elle qui admet à la négociation les contrats à terme standardisés commercialisés sur ce marché réglementé, dont elle assure le contrôle. Elle suspend ou radie tout instrument à terme des négociations présentant des menaces pour l'intégrité du marché et la sécurité financière des utilisateurs de ces instruments⁸⁹.

⁸⁸ Article 8 de la Loi 42-12 précitée

⁸⁹ La 2^{ème} Section du Chapitre 1^{er} constituée des articles 12-13 -14 et 15, est consacrée à l'Admission et la radiation des instruments financiers à terme. Ainsi, l'article 12 dispose que la société gestionnaire conçoit, détermine les caractéristiques et admet à la négociation les instruments financiers à terme sur ce MATIF.



Quant à la seconde mission qu'elle doit remplir cette « société gestionnaire du marché à terme », elle se rapporte également à la sécurité des opérations, que celle-ci assume de deux manières. La première limite l'accès à la négociation et à la cession des instruments qui sont commercialisés sur le MATIF exclusivement aux membres négociateurs habilités à exercer sur ce marché, étant donné que l'acquisition d'une telle qualité est strictement soumise à la délivrance d'un agrément par le ministre chargé des finances. La deuxième, la société gestionnaire veille à la bonne marche du mécanisme de compensation, en procédant, conformément à l'alinéa 2 article 11, à la limitation des positions des membres négociateurs et/ou la position de place.

ii- Prérogatives de la chambre de compensation

La chambre de compensation constitue avec la société gestionnaire l'autre versant du paysage de régulation des marchés réglementés. Elle constitue avec celle-ci le socle du marché réglementé, du fait du rôle de l'organisation de ce dernier de son fonctionnement régulier. C'est ainsi qu'elle s'est vue habilitée, à l'instar de la société gestionnaire, dans son domaine de compétence professionnelle pour exercer certaines prérogatives de la puissance publique, telle que la réglementation du MATIF (pouvoir réglementaire). On peut dès lors constater que cette personne morale de droit privé, est habilitée à établir un règlement général (article 29) relatif aux règles de fonctionnement du mécanisme de compensation, régissant son activité et ses rapports en la matière avec les différents intervenants du marché, notamment les membres compensateurs (article 40). Cette entité qui est indispensable pour tout marché présumé comme réglementé, permet d'assurer par les règles et les normes qu'elle édicte en ce sens la sécurité de ce type de marché, et la bonne fin des transactions qui s'y déroulent.

Or, en France, on constate que c'est à l'Autorité des marchés financiers (AMF) de déléguer aux entreprises de marché quelques prérogatives de surveillance et de contrôle des marchés, tel que dispose le Code monétaire et financiers (CMF). Ainsi, dans son article L.621-9-2 « *l'Autorité des marchés financiers peut : 1° Déléguer aux entreprises de marché et, le cas échéant, aux chambres de compensation le contrôle de l'activité et des opérations effectuées par les membres d'un marché réglementé ainsi que par les prestataires de services d'investissement ayant transmis des ordres sur ce marché* ». Aux États-Unis, quant à eux, la fonction de ce mécanisme de compensation se trouve remplie par certaines bourses elles-mêmes, « *il s'agit d'une caractéristique fondamentale qui distingue le marché réglementé de tout autre marché, et contribue considérablement à garantir la sécurité des transactions sur ledit marché réglementé*⁹⁰ ». J-B. Mojuyé s'est conclu que « *aucun marché réglementé, en*

⁹⁰ Joseph Benjamin Mojuyé, *Op. Cit.*, p. 116.



France comme aux États-Unis, et à travers la planète, ne fonctionne sans chambre de compensation⁹¹ ».

Cependant, au Maroc, cette fonction organique et vitale pour tout marché réglementé s'est vue attribuer à la chambre de compensation, et à l'instar de l'entreprise de marché, sur habilitation législative, ainsi, un certain nombre de prérogatives de la puissance publique⁹² y ont été conférées pour accomplir ses missions. Dans ce cas précis du Maroc, et contrairement à ce qui se fait en France, la chambre de compensation du MATIF marocain n'est pas habilitée en vertu d'une délégation de l'AMMC, mais en vertu de la loi pour exercer certaines prérogatives des pouvoirs publics. C'est ainsi qu'elle s'est vue charger par le législateur, en vertu de la Loi 42-12 précitée, d'organiser le marché et de veiller sur sa sécurité (article 28). Elle est habilitée à cet égard de contrôler les membres du MATIF, et peut à cet effet demander à la société gestionnaire de limiter les positions des membres négociateurs et/ou la position de place (article 11), voire même y demander de suspendre la négociation d'un instrument financier à terme dans les conditions fixées dans son règlement général prévu par l'article 29 de ladite Loi 42-12 (article 25). Elle détermine aussi, et conformément à ses règles de compensation fixées dans son règlement général, la limite de fluctuation maximale spécifique à chaque instrument financier à terme, à partir de laquelle la société gestionnaire doit suspendre la cotation de l'instrument à terme en question.

La chambre de compensation, et afin de fixer les modalités techniques inhérentes à la compensation des instruments financiers à terme, est autorisée à émettre des avis s'y rapportant, lesquels assure leur diffusion, à l'instar de toute règle de compensation ou information importante relative à son activité de compensation. Elle gère par la même occasion le fonds de garantie constitué des contributions de ses adhérents visé à l'article 43 et fixe son mode de fonctionnement dans son règlement général (article 28). Ce règlement général, prévoit en général l'ensemble des règles régissant l'activité de compensation (article 29).

⁹¹ Ibid., p. 117.

⁹² Marie-Christine De Nayer, Le MATIF, Analyse juridique, Dalloz, 1991, p. 41



Conclusion :

La loi n° 42-12, qui régit le marché à terme d'instruments financiers au Maroc, prévoit un cadre pour l'autorégulation en établissant des autorités de marché spécifiques. Ces autorités sont chargées de veiller à l'organisation, au fonctionnement et au contrôle du marché à terme, en conformité avec les dispositions légales en vigueur. La loi définit les instruments financiers qui peuvent être négociés sur ce marché et désigne les institutions responsables de sa gestion.

L'une des principales autorités de la régulation publique prévues par la loi est l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC), en tant que régulateur du marché des capitaux marocains, jouera un rôle central dans la régulation et le contrôle de ce MATIF marocain. L'AMMC est l'organe de supervision qui s'assure que les opérations se déroulent dans le respect des règles établies, garantissant ainsi la protection des investisseurs et l'intégrité du marché.

En plus de l'AMMC, la loi institue également une instance de coordination du marché à terme, composée de la Banque Al-Maghrib et de l'ancien Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM), maintenant transformé en l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). Cette instance a pour mission d'instruire les dossiers d'agrément des membres du marché à terme, y compris les membres négociateurs et les membres compensateurs.

La loi n° 42-12 met aussi en avant le rôle de la société gestionnaire du marché à terme, qui est chargée de définir les caractéristiques de chaque catégorie d'instruments financiers à terme. Elle établit le règlement général du marché à terme, qui fixe les modalités de négociation et les conditions de fonctionnement du marché.

Ces autorités de marché ont la responsabilité de promulguer des règlements généraux et des normes de conduite qui doivent être suivis par tous les participants du marché. Elles travaillent en étroite collaboration avec les acteurs du marché pour développer des codes de bonne pratique et des mécanismes d'autorégulation qui complètent la réglementation publique. Ces initiatives d'autorégulation sont essentielles pour maintenir un marché à terme dynamique et réactif aux évolutions économiques et financières.

La loi n° 42-12 souligne également l'importance de l'autorégulation en tant que moyen pour les acteurs du marché de contribuer activement à la gouvernance du marché à terme. Elle encourage la mise en place de pratiques de marché responsables et la création de mécanismes internes de contrôle qui renforcent la confiance des investisseurs et la stabilité du marché. L'autorégulation est donc perçue comme un complément vital à la régulation publique, permettant une gestion plus flexible et adaptée aux spécificités du marché à terme d'instruments financiers au Maroc.



En somme, la loi n° 42-12 établit un cadre juridique solide pour le marché à terme d'instruments financiers au Maroc, en désignant des autorités de marché spécifiques pour l'autorégulation. Ces autorités, en collaboration avec les acteurs du marché, jouent un rôle crucial dans la création d'un environnement de marché sécurisé, transparent et efficace, propice à l'innovation financière et à l'intégration du Maroc dans le système financier mondial. La régulation et l'autorégulation sont ainsi conçues pour fonctionner de manière synergique, assurant la résilience et la compétitivité du marché à terme marocain.



Bibliographie :

Antoine, Gaudemet, 'Qu'est-ce que la compliance ?', Commentaire, Numéro 165.1 (2019), doi:10.3917/comm.165.0109.

Bdf_bm_2_etu_2.Pdf <https://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_2_etu_2.pdf>.

Braudel, Fernand, *Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XVe-XVIIIe siècle*, 2e vol. (Paris: Armand Colin, 1979).

Belkahia, Rachid, « Moins d'Etat, mieux d'Etat », REVUE MAROCAINE DE DROIT ET D'ECONOMIE DU DEVELOPPEMENT, Numéro 19/ 1989, Imprimerie NAJAH EL JADIDA, (1989).

Carine Martin, 'Fiche 5. Concepts de base en sociologie : la régulation sociale', in *Réussir tout le semestre 2 - IFSI* (Vuibert, 2022), iii, 13–14 <<https://www.cairn-sciences.info/reussir-tout-le-semestre-2-ifsi--9782311662412-page-13.htm>>.

Charles-Albert, Morand, *Le Droit Saisi Par La Mondialisation*, Collection de Droit International, 46 (Editions Bruylant : Editions de l'Université de Bruxelles ; Helbing & Lichtenhahn, 2001).

Cassou, Pierre-Henri, 'Cassou Pierre-Henri. Le droit financier, un droit adapté à la vie financière. In: Revue d'économie financière, n°25, 1993. Droit et finance.

Chevallier, Jacques, 'La Régulation Juridique En Question':, *Droit et Société*, n°49.3 (2001).

Chevallier, Jacques , « L'Etat-Nation face à la mondialisation », in Regards sur l'actualité, septembre 1997.

Chevallier, Jacques, 'Vers Un Droit Post-Moderne ? Les Transformations de La Régulation Juridique', *Revue Du Droit Public et de La Science Politique En France et à l'étranger*, N° 3, 1998.

Chevallier, Jacques, 'L'état Régulateur:', *Revue Française d'administration Publique*, n o 111.3 (2004).

Chevallier, Jacques, 'Les soubassements idéologiques de l'ordre public économique. L'ordre public économique', Lextenso, 2018.

Commodities Exchange Act de 1974 (CEA)

Dahir n° 1-14-96 du 20 regeb 1435 (20 mai 2014) portant promulgation de la Loi n° 42-12 relative au marché à terme d'instruments financiers, Bulletin Officiel N° 6404 -1^{er} moharrem 1437 (15-10-2015).

Dahir n° 1-13-21 du 1^{er} jourmada I 1434 (13 mars 2013) portant promulgation de la Loi n° 43-12 relative à l'Autorité marocaine du marché des capitaux (AMMC), Bulletin Officiel N° 6144 (avril 2013).



Daniel Keuffi. La Régulation des marchés financiers dans l'espace OHADA.. Droit. Université de Strasbourg, 2010.

David Martin. Les options fondamentales de la finance moderne Domestication sociologique d'un produit financier. Sociologie. Université Toulouse le Mirail - Toulouse II, 2005.

De Boeck Sup and De Boeck Sup, 'MÉTHODOLOGIE La Modélisation Systémique : Outils Méthodologiques Pour Économistes', 2006.

Giandomenico Majone, La Communauté européenne : un Etat régulateur, Paris, Montchrestien, 1996. <<https://www.decitre.fr/livres/la-communaute-europeenne-9782707606990.html>>.

Gaudemet, Antoine, 'Qu'est-ce que la compliance ?', *Commentaire*, Numéro 165.1 (2019).

H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit Des Marchés Financiers', *Revue Internationale de Droit Comparé*, 1999.

Iconzi, Expert, Corinne Gendron (dir.), *La régulation sociale : un concept au centre du débat récurrent sur la place relative de l'acteur et du système dans l'organisation des rapports humains en société* (Chaire de responsabilité sociale et de développement durable, ESG, UQAM, N° 01-2005).

Jacqueline Riffault, 'La Réglementation Des Marchés Financiers Dans Le Cas Particulier de l ' Abus de Marché', 50 (2019).

Joseph Benjamin Mojuyé, *L'analyse juridique des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en droits français et américain*, 2003.

Laure Bazzoli, Véronique Dutraive, La conception institutionnaliste du marché comme construction sociale : une économie politique des institutions. 2004.

Laget-Annamayer, Aurore, and Olivier Baillet, eds., *L'ordre Public Économique*, Droit & Économie (LGDJ, une marque de lextension, 2018).

Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 du Code Monétaire et Financier français (CMF), ou la Loi de modernisation des activités financières (MAF).

Marie-Anne, Frison-Roche, - I-1.11 La Distinction Entre La Régulation Économique et La Régulation Financière.

Marie-Arme Frison-Roche "Droit de la régulation", LE DALLOZ, 2001, n° 7.

Martin, Carine, 'Fiche 5. Concepts de base en sociologie : la régulation sociale', in *Réussir tout le semestre 2 - IFSI* (Vuibert, 2022), III, 13–14 <<https://www.cairn-sciences.info/reussir-tout-le-semestre-2-ifsii-9782311662412-page-13.htm>>.

Martin, Randy, 'La Logique Sociale de La Dérivation Financière', *Multitudes*, 71.2 (2018).



Mojuyé, Joseph Benjamin, *L'analyse juridique des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...)* en droits français et américain, 2003.

Morand, Charles-Albert, ed., *Le Droit Saisi Par La Mondialisation*, Collection de Droit International, 46 (Editions Bruylant: Editions de l'Université de Bruxelles ; Helbing & Lichtenhahn, 2001)

Ouvrage Droit Marchés Financiers 2012 - Département Des SCIENCES ECONOMIQUES, SOCIALES & de - Studocu.

Pauline Joly. *Le Droit Souple En Droit Financier*. Droit. Université Paris Sciences et Lettres, 2021.

Pierre-Henri Cassou, « OBJECTIFS ET PRINCIPES DE LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE EUROPÉENNE », RAPPORT MORAL SUR L'ARGENT DANS LE MONDE 2014.

Randy Martin, 'La Logique Sociale de La Dérivation Financière', *Multitudes*, 71.2 (2018).

Rapport Annuel du CDVM de l'année 2005.

Rapport Annuel du CDVM de l'année 2006.

Riffault Jacqueline, 'La Réglementation Des Marchés Financiers Dans Le Cas Particulier de l'Abus de Marché', 50 (2019).

Romain Rambaud, *L'institution juridique de régulation: recherches sur les rapports entre droit administratif et théorie économique*, Thèse de Droit, UNIVERSITÉ PARIS 1 PANTHÉON-SORBONNE 2011.

Securities Exchange Act de 1934 (SEA).

Sup, De Boeck, De Boeck Sup, 'MÉTHODOLOGIE La Modélisation Systémique : Outils Méthodologiques Pour Économistes', 2006.

Teller, Marina, 'La Régulation Des Marchés Financiers Entre Pouvoirs Privés Économiques et Ordre Public Économique', *Revue Internationale de Droit Économique*, t. XXXIII.1 (2019).

Vincent, Delval, 'Recherche sur un modèle d'autorité de régulation dans l'Union européenne dans les secteurs économiques et financiers'. Thèse de Droit. Université du Droit et de la Santé - Lille II, 2016