

Rabat, le 26 février 2010

(PROJET)
CIRCULAIRE
du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières,
n° .../10 du 2010
relative aux opérations d'émission ou de cession de titres non assimilées à
l'appel public à l'épargne

Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

Vu le dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 du 4 Rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil déontologiques des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne, tel que modifié et complété, notamment les articles 4-2 et 12-3 ;

Vu le règlement général du Conseil déontologique des valeurs mobilières, approuvé par arrêté du ministre de l'économie et des finances n° 822-08 du 7 rabii II 1429 (14 avril 2008), notamment son titre III ;

Après examen des normes et meilleures pratiques internationales ;

Après consultation des professionnels ;

Après accord du conseil d'administration du Conseil déontologique des valeurs mobilières ;

Adopte

La présente circulaire dont l'objet est de :

- préciser les modalités d'application de l'article 12-3 précité, relatif aux opérations d'émission ou de cession de titres auprès d'un nombre restreint d'investisseurs qualifiés et
- fixer la liste des investisseurs qualifiés conformément aux dispositions dudit article 12-3.

Article 1 Définitions

Pour l'application de la présente circulaire, on entend par :

Initiateur :

Toute personne morale qui initie une opération d'émission ou de cession de titres auprès d'un nombre restreint d'investisseurs qualifiés. Dans le cas d'une émission de titres, l'initiateur est l'émetteur des titres. Dans le cas d'une cession l'initiateur est le cédant des titres.

Placement privé :

Les opérations d'émission ou de cession de titres réalisées en application des dispositions de l'article 12-3 du dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 du 4 Rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne, tel que modifié et complété et de la présente circulaire ;

Publicité :

Toute communication, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, s'adressant à des tiers et comprenant une sollicitation de souscrire ou d'acquérir des titres et / ou une présentation de l'information sur les conditions de souscription ou d'acquisition de ces titres.

Ne sont pas assimilées à une publicité les publications légales.

Article 2 L'obligation d'information

Toute personne morale ou physique qui envisage d'émettre ou de céder des titres par placement privé, tel que défini à l'article 1^{er} de la présente circulaire, est tenue d'informer le CDVM de la nature et des modalités de l'opération.

Article 3 Dépôt du dossier auprès du CDVM

L'initiateur qui envisage de réaliser un placement privé est tenu de déposer au CDVM, contre récépissé, un dossier comprenant les documents et informations dont la liste est indiquée en annexe. Le récépissé de dépôt indique la date de dépôt du dossier complet.

Le CDVM peut demander communication de tout document ou information complémentaire nécessaire ou utile à l'instruction du dossier. Il peut également exiger la certification conforme à l'original de tout document dont seule la copie a été fournie. Toute demande de complément de document ou d'information est suspensive du délai d'instruction visé à l'article 5 ci-dessous.

Article 4 Délai de transmission du dossier

Le dossier complet, visé à l'article 3 ci-dessus, doit être déposé par l'initiateur auprès du CDVM, au plus tard 10 jours ouvrés et francs avant la date envisagée pour le lancement du placement.

Article 5 Délai d'instruction du dossier

Sous réserve des suspensions du délai d'instruction visées à l'article 3 ci-dessus, le CDVM dispose de 10 jours ouvrés et francs pour s'opposer à la réalisation de l'opération dans les conditions qui lui ont été présentées.

Article 6 Traitement des dossiers de placement privé

Sans préjudice des dispositions de l'article 12-3 du dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 du 4 Rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne, tel que modifié et complété, le CDVM s'assure particulièrement, lors de l'instruction de tout dossier de placement privé, du respect des conditions suivantes :

- l'émission ou la cession auprès uniquement d'investisseurs qualifiés, dont la liste est fixée à l'article 10 de la présente circulaire ;
- le nombre d'investisseurs est inférieur à 10 ;
- lesdits investisseurs agissent pour leur propre compte ;
- le placement sera réalisé sans publicité ni démarchage.

A l'effet de l'examen des conditions sus-visées, l'initiateur est tenu de justifier que les titres objet du placement privé sont ou seront émis en la forme nominative.

Article 7 Respect du nombre maximum d'investisseurs

L'émetteur des titres s'assure de manière permanente qu'aucune transaction réalisée sur lesdits titres n'a pour effet de porter le nombre de détenteurs de titres à plus de 9 investisseurs qualifiés et ce tout au long des 24 mois suivant le lancement de l'opération.

Article 8 Obligation d'information en cas de cession des titres

Les titres acquis à travers une procédure de placement privé, ne peuvent pas être cédés pendant une période de 24 mois à compter de leur acquisition, sous peine de nullité de plein droit de la cession. Toutefois, l'investisseur qualifié peut céder lesdits titres à ses filiales, à sa société mère ou à une autre filiale de la même société mère dudit investisseur, à d'autres investisseurs qualifiés, avant l'expiration du délai de 24 mois précité.

Le cédant est tenu d'informer le CDVM et l'émetteur des titres de ce projet de cession, au moins 3 jours ouvrés et francs avant la date prévisionnelle de la transaction, en précisant l'identité du cessionnaire, le nombre de titres cédés, ainsi que les liens capitalistiques qu'il aurait avec le cessionnaire le cas échéant.

Article 9 Pouvoir de communication du CDVM

Le CDVM peut, à tout moment, demander à l'émetteur de lui communiquer la liste, mise à jour, des investisseurs détenteurs des titres.

Article 10 Liste des investisseurs qualifiés

La liste des investisseurs qualifiés, prévue par les dispositions de l'article 12-3 du Dahir portant loi n° 1-93-212 relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne, tel que modifié et complété, est ainsi fixée par le CDVM :

1. Outre les investisseurs présumés qualifiés, à savoir :
 - Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, régis par le dahir portant loi n° 1-93-213 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) ;
 - Les entreprises d'assurance et de réassurance, telles que régies par la loi n°17-99 portant code des assurances ;
 - Les organismes de pensions et de retraite ;
 - La Caisse de dépôt et de gestion ;
 - Les organismes de placement en capital risque, tels que régis par la législation relative aux dits organismes,
2. Les personnes morales listées ci-dessous sont également considérées investisseurs qualifiés :
 - Bank Al Maghrib ;
 - Les banques soumises aux dispositions de la loi n°34-03 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés ;
 - Les organismes financiers internationaux et les personnes morales étrangères reconnues comme étant investisseurs qualifiées par leurs autorités nationales de tutelle ;
 - Les compagnies financières telles que définies par l'article 14 de la loi n° 34-03 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés ;
 - Les personnes morales, inscrites sur le fichier non public des investisseurs qualifiés tenu par le CDVM et répondant aux trois critères suivants :
 - Avoir, à titre principal, comme objet social la gestion de valeur mobilière ou la détention de portefeuilles de participations ;
 - avoir un capital social libéré, supérieur à 100 millions de dirhams ;
 - la détention d'un portefeuille de valeurs mobilières d'une valeur supérieure à 50 millions de dirhams ;

Toute personne morale peut demander au Directeur Général du CDVM qu'elle soit inscrite au fichier précité en fournissant toutes les pièces et justificatifs à même d'attester du respect des trois conditions ci-dessus requises. Elle ne peut se prévaloir de la qualité d'investisseur qualifié qu'à compter de la notification de son inscription sur ledit fichier.

Article 11 Date d'effet

Les dispositions de la présente circulaire prennent effet à compter du2010.

Annexe : Liste des documents nécessaires à l'instruction du dossier

- Une demande pour l'émission ou la cession de titres en application des dispositions de l'article 12-3 du Dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 du 4 Rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne, tel que modifié et complété ;
- Un exemplaire à jour des statuts de l'émetteur des titres ;
- Le modèle d'inscription au registre de commerce de l'émetteur datant de moins de trois (3) mois ;
- Les procès verbaux in extenso des organes sociaux ou de direction ayant autorisé l'opération envisagée et fixant ses conditions ;
- Les documents de présentation que l'émetteur a l'intention de transmettre aux investisseurs qualifiés dans le cadre de l'opération tels les plaquettes, documents d'information, dépliants... ;
- Un récapitulatif des caractéristiques de l'opération ;
- Le modèle type du bulletin de souscription ;
- Le projet définitif du contrat de placement.

**NOTE RECAPITULATIVE
PROJET DE CIRCULAIRE RELATIVE AUX
OPERATIONS D'EMISSION OU DE CESSION DE
TITRES NON ASSIMILEES A L'APPEL PUBLIC A
L'EPARGNE**

26 Février 2010

Préambule

Au terme de l'article 4-2 du dahir portant loi n° 1 -93-212 du 21 septembre 1993 du 4 Rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne tel que modifié et complété, le CDVM peut édicter des circulaires fixant les règles de pratique professionnelle s'appliquant aux personnes soumises à son contrôle et, le cas échéant, les modalités techniques ou pratiques d'application des dispositions législatives ou réglementaires qui leur sont applicables.

Conformément aux dispositions de l'article 12-3 du dahir précité, le CDVM doit fixer :

- Les modalités d'information du CDVM de la nature et des modalités de l'opération dite de placement privé avant son lancement ;
- Les modalités d'information du CDVM en cas de cession des titres souscrits au cours des 24 mois qui suivent leur acquisition ou leur souscription ;
- La liste des investisseurs qualifiés.

La présente circulaire vient donc compléter le dispositif légal et réglementaire encadrant les opérations de placement privé réalisées en application des dispositions dudit article 12-3 elle a pour objectif de :

- Préciser les interactions entre le CDVM et toute personne se prévalant du bénéfice de l'application des dispositions de l'article 12-3 précité préalablement au lancement de toute opération de placement privé ou lors de la cession des titres acquis ou souscrits à travers cette procédure dans le délai de 24 mois de blocage prévu par la loi ;
- Fixer la liste des investisseurs qualifiés pouvant souscrire à des titres de capital ou de créance à l'occasion d'opérations non assimilées à de l'appel public à l'épargne. Une liste d'investisseurs présumés qualifiés a dore et déjà été dressée par la loi dans l'article 12-3 sus cité.

SOMMAIRE

I.	INTERET DE LA CIRCULAIRE	9
	1. Fixer les obligations d'information et les modalités de traitement	9
	2. Etablir la liste des investisseurs qualifiés.....	9
II.	NORMES ET PRATIQUES INTERNATIONALES	10
	1. Objectifs et cadre légal des opérations de placement privé.....	10
	2. Règles en matière d'information.....	12
	3. Liste des investisseurs qualifiés	13
III.	PRINCIPES RETENUS	18
	1. Autorisation préalable au placement privé	18
	2. Obligations d'information en cas de cession des titres.....	18
	3. interactions entre les émetteurs et le CDVM.....	18
	4. Investisseurs qualifiés retenus pour le placement privé	19

L

I. INTERET DE LA CIRCULAIRE

En vertu des dispositions de l'article 12-3 du dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 du 4 Rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne tel que modifié et complété, le présent projet de circulaire vise à préciser les obligations d'information et les modalités de traitement des opérations d'émission ou de cession de titres non assimilées à l'appel public à l'épargne.

Ce projet de circulaire fixe également la liste des investisseurs qualifiés.

1. Fixer les obligations d'information et les modalités de traitement

Actuellement, le dispositif législatif et réglementaire encadrant les obligations des sociétés qui souhaitent émettre ou céder des titres dans le cadre d'opérations non assimilées à des opérations d'appel public à l'épargne est limité aux seules dispositions de l'article 12-3 du dahir portant loi n° 1-93-212. Cet article prévoit :

- que la personne se prévalant du bénéfice de l'application dudit article informe le CDVM de la nature et des modalités de l'opération avant son lancement, selon les modalités fixées par ce dernier. Le bénéfice de l'application dudit article n'est effectif que si le CDVM ne formule pas d'opposition dans les dix jours ouvrés suivant la réception par celui-ci des documents et informations dans les modalités précitées.
- que le CDVM soit informé en cas de cession des titres issus d'une opération de placement privé, également selon les modalités qu'il fixe ;

En application de cet article, le CDVM présente, dans son projet de circulaire, les obligations d'information et les modalités de traitement des opérations non assimilées à des opérations d'appel public à l'épargne.

En effet, il s'est avéré en pratique qu'il devenait nécessaire d'encadrer ce type d'opérations avec le développement des opérations de placement privé au Maroc.

L'élaboration de cette circulaire répond donc à un besoin de la place financière marocaine pour encadrer une opération qui a été jusqu'à présent examinée sans formalisme par le CDVM.

2. Etablir la liste des investisseurs qualifiés

L'article 12-3 conditionne l'exclusion, des opérations d'émission ou de cession de titres, du champ de l'appel public à l'épargne, notamment à leur placement auprès de personnes morales disposant de compétences et d'aptitudes quant à l'appréhension des risques liés aux investissements en valeurs mobilières. L'article sus cité donne le pouvoir au CDVM de fixer la liste des investisseurs qualifiés. Toutefois, une liste d'investisseurs présumés qualifiés a été donnée par le même article.

II. NORMES ET PRATIQUES INTERNATIONALES

La pratique dite du placement privé, dans les marchés financiers occidentaux, est très ancienne, elle a connu plusieurs évolutions marquées par une revue continue de la réglementation la régissant. L'évolution de la réglementation dans ces pays a toujours consisté en l'amélioration de l'encadrement de ces opérations, tout en se conformant au caractère particulier de ce type d'opérations réalisées auprès de publics restreints.

Aujourd'hui, les Etats unis et le Canada présentent ce type d'opérations comme un ensemble de cas de dispense aux obligations imposées aux émetteurs faisant appel public à l'épargne. Dans leur législation, ces deux pays ont listé l'ensemble des cas permettant aux émetteurs de se prévaloir de ladite dispense, et ont également prévu, selon les cas, les conditions de réalisation de ces opérations et les obligations s'y rattachant.

Notons que dans les cas particuliers des placements auprès d'investisseurs qualifiés, la réglementation a introduit comme principale disposition, l'obligation d'information, *a posteriori*, de l'autorité de marché.

S'agissant des pays de l'union européenne, ces derniers ne se sont pas encore accordés sur une définition commune du « placement privées », néanmoins, la commission des communautés européennes a établi les principes communs qui devraient régir ce type d'opérations.

1. Objectifs et cadre légal des opérations de placement privé

Dans les modèles consultés, les opérations de placement privé se font dans le cadre d'un régime de dispense aux obligations découlant de l'appel public à l'épargne.

Au Maroc, les opérations de placement privé ne sont pas assimilées à des opérations d'appel public à l'épargne et sont également exemptées des obligations incombant aux opérations d'appel public à l'épargne.

Nonobstant cette divergence apparente, entre les modèles occidentaux et le modèle marocain, d'importantes similitudes au niveau de la mise en œuvre de ces opérations sont à constater.

1.1. Cas des Etats Unis :

Les opérations de dispenses sont régies par le règlement D « *Rules governing the limited offer and sale of securities without registration under the securities Act of 1933* ».

La règle 502 précise les conditions applicables aux émissions et cessions de titres en vertu de cette réglementation. Les conditions générales à respecter pour faire prévaloir ces cas de dispenses sont les suivantes :

Interdiction de publicité pour le placement.

Condition d'intégration. Toutes les émissions ou cessions de titres qui font partie de la même offre en vertu du règlement D doivent remplir toutes les conditions prévues par ledit règlement et listées ci-dessous.

- Elles font partie d'un seul plan de financement ;
- Elles reposent sur l'émission ou la cession de la même catégorie de valeurs mobilières ;
- Elles ont été réalisées dans un intervalle de temps réduit ;

- Tous les placements ont été effectués dans les mêmes conditions et pour les mêmes objectifs.

Obligations d'information :

Seuls les investisseurs non qualifiés ont droit à l'information lors des opérations de placements privés réalisés aux Etats Unis. Ces informations sont listées ci-dessous :

- Lorsque l'émetteur n'est pas, par ailleurs, tenu aux obligations d'information relatives à l'appel public à l'épargne : il doit fournir au souscripteur, dans un délai raisonnable avant le placement des titres, des informations non financières relatives à la présentation de la société, de ses activités, des titres offerts ainsi que des informations financières.
- Lorsque l'émetteur est, par ailleurs, tenu aux obligations d'information relatives à l'appel public à l'épargne : il doit fournir au souscripteur, dans un délai raisonnable avant le placement des titres son rapport annuel relatif à l'exercice le plus récent.

Restrictions lors de la revente de titres.

Les titres acquis en vertu d'un cas de dispense prévu dans le règlement D ne peuvent être revendu sans être approuvé ou « enregistré » auprès de l'autorité de marché ou sans une nouvelle exemption.

La règle 502 responsabilise l'émetteur en lui demandant, avant le lancement de l'opération, d'exercer une diligence raisonnable pour s'assurer que:

- l'investisseur agit pour son propre compte ;
- chaque investisseur a été averti de la restriction de revente des titres proposés ;
- une légende a été insérée sur la version « matérielle » du titre proposé.

1.2. Cas du Canada

Les opérations d'émission ou de cession de titres non assimilées aux opérations d'appel public à l'épargne sont présentées dans le règlement 45-106 relatif aux dispenses de prospectus et d'inscription. Ces cas de dispense couvrent un large spectre d'opérations, et incluent notamment la dispense relative à la collecte de capitaux auprès d'investisseurs qualifiés.

Bien que la quasi-totalité des dispositions législatives relatives à ce règlement aient été abrogées par la loi sur les valeurs mobilières en vigueur, les dispositions antérieures, notamment celle présentée par la loi sur les valeurs mobilières de 2003 exposait l'obligation pour la personne qui effectue un placement de titres, sous le régime de la dispense, de faire parvenir à la Commission, dans les dix jours suivants, un avis accompagné des informations prévues par règlement.

1.3. Cas de la Commission des Communautés Européennes:

Faute de position claire, et de réglementation spécifique aux régimes dérogatoires de l'appel public à l'épargne en Europe, la commission des communautés européennes se prononce dans son document de travail du 17 Juillet 2008 sur l'analyse de l'impact du placement privé en y ébauchant le cadre réglementaire auquel devrait tendre l'ensemble de la communauté européenne dans la réforme de sa législation en matière de placement privé.

En effet, la Commission des Communautés Européennes soutient que les placements privés peuvent avoir des avantages tangibles dans la mesure où ils garantissent un haut degré de flexibilité et améliorent la liquidité du marché, à l'issue de la période de blocage.

La Commission des Communautés Européennes préconise, dans l'élaboration ou la refonte de la réglementation relative aux opérations de placement privé, de retenir les principes suivants :

- Suppression de tout prospectus d'offre ;

- limitations concernant la publicité et la promotion des titres ;
- choix des organismes chargés du placement ;
- définition de la population d'investisseurs éligibles;
- exigences concernant l'autorisation ou l'enregistrement préalables des titres;
- limitations concernant la revente des titres.

2. Règles en matière d'information

2.1. Obligation d'information lors du placement :

- **Aux Etats Unis :**

En vertu de la règle 503 du règlement D, un émetteur qui propose d'émettre ou de céder ses titres dans le cadre des régimes de dispense prévu dans les règles 504, 505 et 506 dudit règlement, doit remplir une notice de vente contenant toutes les informations requises dans le formulaire D [*Form D (17 CFR 239.500)*], à adresser à l'autorité de marché, dans un délai de 15 jours calendaires après la première vente de titres.

- **Au Canada :**

En vertu du règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription, article 6.1, l'émetteur qui place ses propres titres, sous le régime de l'une des dispenses prévues par la loi, doit faire une déclaration selon le formulaire prévu par le règlement dans le territoire où le placement a lieu, dans un délai de 10 jours à compter du placement.

2.2. Obligation d'information en cas de cession des titres :

- **Aux Etats Unis :**

La revente de titres acquis ou souscrits dans le cadre d'un cas de dispense est réglementée aux Etats-Unis. Les titres émis ou cédés dans ce cadre, sont appelés «*restricted securities*». En effet, ces titres ne peuvent être revendus sans approbation par l'autorité de marché «*enregistrement*» en vertu de la Loi ou sans une nouvelle exemption.

Ces titres doivent faire l'objet d'un avis à communiquer à l'autorité de marché financier dans le cas où le nombre des titres destinés à être vendus au cours de toute période de trois mois dépasserait un certain nombre ou dans le cas où le prix de vente totale est supérieur à un certain montant fixés par la réglementation.

Cet avis doit être signé par la personne pour le compte de laquelle les titres doivent être vendus. Ni le dépôt de cet avis, ni l'échec de l'autorité à se prononcer sur un tel avis n'est réputé empêcher l'autorité des marchés financiers de prendre toutes mesures qu'elle juge nécessaires ou appropriées à l'égard de la vente des titres mentionnés dans l'avis.

- **Au Canada:**

L'«*Instrument National 45-102*» sur la revente des valeurs mobilières énonce les restrictions de revente, et explique quand et dans quelles circonstances, il est possible de revendre des titres vendus en vertu d'une exemption. Dans le cas d'application général, le titre acheté en vertu d'une dispense doit être conservé 4 mois.

La loi sur les valeurs mobilières de 2003 précise que la Commission doit être avisée à l'occasion de cessions ultérieures des titres acquis en vertu d'un cas de dispense cinq jours avant que celle-ci ne soit réalisée.

Aujourd'hui, la loi sur les valeurs mobilières a abrogé cette disposition et ne stipule aucune obligation d'information de l'autorité de marché canadienne quant à la cession de titres acquis dans le cadre d'une dispense, pendant la durée de blocage.

- **Dans les pays de la communauté européenne**

La commission des communautés européennes a précisé dans son rapport que «le régime de l'UE devrait s'assurer que les produits ne sortent pas du placement privé auprès d'investisseurs privés ou d'autres investisseurs non-qualifiés, sans se conformer aux règles applicables à la distribution à ce type d'investisseur ». Autrement, « cette pratique oriente un risque initialement destiné aux investisseurs institutionnels vers des investisseurs non institutionnel, présents sur le marché de détail ».

3. Liste des investisseurs qualifiés

- **Cas des Etats-Unis**

Le règlement D définit la liste des investisseurs qualifiés comme suit :

1.
 - a) Toute banque, telle que définie par l'article 3 (a) (2) de la loi ;
 - b) Tout établissement financier ou toute Institution telle que définie à l'article 3 (a) (5) (A) de la loi, agissant pour son compte propre ou pour le compte d'un mandant;
 - c) Tout courtier ou intermédiaire enregistré en application de l'article 15 du « *Securities Exchange Act of 1934* » ;
 - d) Toute entreprise d'assurance telle que définie à l'article 2(a)(13) de la loi ;
 - e) Tout organisme de placement collectif en valeurs mobilières enregistré en vertu du "*Investment Company Act of 1940*" ou tout fond d'investissement dédié au développement des entreprises telle que définie à l'article 2(a)(48) de la même loi.
 - f) Toute "Small Business Investment Company" accréditée par l'administration américaine des "Small Business" en application de l'article 301(c) ou (d) du "Small Business Investment Act of 1958";
 - g) Tout plan d'investissement établi et maintenu par un état, son administration ou ses agences au profit de leurs employées, à condition que ce plan ne présente un total actif d'un montant supérieur à \$5 000 000
 - h) Tout plan d'investissement salarial au sens du "*Employee Retirement Income Security Act of 1974*" à condition que la décision d'investissement ne soit faite par un mandataire, tel que défini à l'article 3(21) de la loi sus mentionnée, qui peut être soit une banque, soit un établissement financier, soit une entreprise d'assurance, soit un conseiller financier accrédité, ou à condition que le plan d'investissement salarial possède un total actif d'un montant supérieur à \$5 000 000 ou à condition que les décisions d'investissement ne soient prises uniquement par des investisseurs qualifiés dans le cas d'un « self-directed plan ».
2. Tout fond d'investissement dédié au développement des entreprises non cotées tel que défini à l'article 202 (a) (22) de l' « *Investment Advisers Act of 1940* » ;
3. Tout organisme visé à l'article 501 (c) (3) du « *Internal Revenue Code* », société de capitaux ou de personnes, ou « Massachusetts Business Trust » ou similaire, qui n'a pas été constitué dans le seul but d'acquérir les titres offerts, avec un actif d'un montant total supérieur à \$ 5,000,000;

4. Tout directeur, haut dirigeant, ou associé de l'émetteur des titres, ou tout directeur, haut dirigeant ou associé d'un associé de l'émetteur des titres ;
5. Toute personne physique dont le patrimoine personnel, ou avec son conjoint, au moment de l'acquisition des titres, est supérieur à \$1 000 000.
6. Toute personne physique qui a perçu, sur chacune des deux dernières années, un revenu personnel d'un montant supérieur à \$ 200 000, ou avec son conjoint, un revenu d'un montant supérieur à \$ 300 000 et qui a une probabilité raisonnable de percevoir un revenu similaire pour l'exercice en cours ;
7. Tout trust, dont le montant de l'actif total est supérieur à \$ 5 000 000 et qui n'a pas été constitué dans le seul objectif d'acquérir les titres offerts, et dont l'acquisition a été faite selon les directives d'une personne sophistiquée, telle que définie à la règle 506.
8. Toute entité dont les actionnaires sont des investisseurs qualifiés.

● **Cas du Canada:**

Le règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription donne fixe la liste des investisseurs qualifiés ainsi :

- a) une institution financière canadienne ou une banque ;
- b) la Banque de développement du Canada constituée en vertu de la Loi sur la Banque de développement du Canada (Lois du Canada, 1995, ch. 28) ;
- c) une filiale d'une personne visée aux paragraphes a ou b, dans la mesure où celle-ci détient la totalité des actions comportant droit de vote de la filiale, à l'exception de celles que détiennent les administrateurs de la filiale en vertu de la loi ;
- d) une personne inscrite, en vertu de la législation en valeurs mobilières d'un territoire du Canada, à titre de conseiller ou de courtier, à l'exception d'une personne inscrite seulement à titre de limited market dealer en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.O., 1990, c. S.5) de l'Ontario ou du Securities Act (R.S.N.L. 1990, c. S-13) de Terre-Neuve-et-Labrador ;
- e) une personne physique inscrite ou antérieurement inscrite en vertu de la législation en valeurs mobilières d'un territoire du Canada à titre de représentant d'une personne visée au paragraphe d ;
- f) le gouvernement du Canada ou d'un territoire du Canada, ou une société d'État, un organisme public ou une entité en propriété exclusive du gouvernement du Canada ou d'un territoire du Canada ;
- g) une municipalité, un office ou une commission publics au Canada et une communauté métropolitaine, une commission scolaire, le Comité de gestion de la taxe scolaire de l'Île de Montréal ou une régie inter municipale au Québec ;
- h) tout gouvernement national, fédéral, d'un État, d'une province, d'un territoire ou toute administration municipale d'un pays étranger ou dans un pays étranger, ou tout organisme d'un tel gouvernement ou d'une telle administration ;
- i) une caisse de retraite réglementée soit par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada, soit par une commission des régimes de retraite ou une autorité de réglementation similaire d'un territoire du Canada ;
- j) une personne physique qui, à elle seule ou avec son conjoint, a la propriété véritable, directement ou indirectement, d'actifs financiers ayant une valeur de réalisation globale avant impôt de plus de 1 000 000 \$, déduction faite des dettes correspondantes ;
- k) une personne physique qui a eu un revenu net avant impôt de plus de 200 000 \$ dans chacune des 2 dernières années civiles ou qui a eu, avec son conjoint, un

revenu net avant impôt de plus de 300 000 \$ dans chacune des 2 dernières années civiles et qui, dans un cas ou l'autre, s'attend raisonnablement à excéder ce revenu net dans l'année civile en cours ;

- l) une personne physique qui, à elle seule ou avec son conjoint, a un actif net d'au moins 5 000 000 \$;
- m) une personne, à l'exception d'une personne physique ou d'un fonds d'investissement, qui possède un actif net d'au moins 5 000 000 \$ selon ses derniers états financiers ;
- n) un fonds d'investissement qui place ou a placé ses titres exclusivement auprès des personnes suivantes :
 - 1. une personne qui est ou était un investisseur qualifié au moment du placement ;
 - 2. une personne qui souscrit ou a souscrit des titres conformément aux conditions prévues aux articles 2.10 et 2.19 du même règlement ;
 - 3. une personne visée au sous-paragraphes 1 ou 2 qui souscrit ou a souscrit des titres en vertu de l'article 2.18 du même règlement ;
- o) un fonds d'investissement qui place ou a placé ses titres au moyen d'un prospectus visé par un agent responsable dans un territoire du Canada ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières ;
- p) une société de fiducie inscrite ou autorisée à exercer son activité, en vertu de la Loi sur les sociétés de fiducie et de prêt (Lois du Canada, 1991, ch. 45) ou d'une loi équivalente dans un territoire du Canada ou dans un territoire étranger, et agissant pour un compte entièrement géré par elle ;
- q) une personne agissant pour un compte entièrement géré par elle si elle remplit les conditions suivantes :
 - 1. elle est inscrite ou autorisée à exercer l'activité de conseiller ou l'équivalent en vertu de la législation en valeurs mobilières d'un territoire du Canada ou en vertu de la législation en valeurs mobilières d'un territoire étranger ;
 - 2. en Ontario, elle acquiert ou souscrit des titres qui ne sont pas des titres d'un fonds d'investissement ;
- r) un organisme de bienfaisance enregistré en vertu de la Loi de l'impôt sur le revenu qui, à l'égard de l'opération visée, a obtenu les conseils d'un conseiller en matière d'admissibilité ou d'un conseiller inscrit en vertu de la législation du territoire de l'acquéreur pour donner des conseils sur les titres faisant l'objet de l'opération visée ;
- s) une entité constituée dans un territoire étranger dont la forme et la fonction sont analogues à l'une des entités visées aux paragraphes a à d ou i ;
- t) une personne à l'égard de laquelle tous ceux qui ont la propriété de droits, directe, indirecte ou véritable, à l'exception des titres comportant droit de vote que les administrateurs sont tenus de détenir en vertu de la loi, sont des investisseurs qualifiés ;
- u) un fonds d'investissement qui est conseillé par un conseiller inscrit ou une personne dispensée d'inscription à titre de conseiller ;
- v) une personne reconnue ou désignée par l'autorité en valeurs mobilières ou, sauf en Ontario et au Québec, par l'agent responsable comme, selon le cas :
 - 1. investisseur qualifié ;
 - 2. exempt purchaser en Alberta ou en Colombie-Britannique après l'entrée en vigueur du présent règlement.

- **Cas de la France :**

En France, la liste des investisseurs qualifiés est fixée par le Code monétaire et financier dans ses articles D 411-1, D 411-2 et D 411-3.

Selon le code monétaire et financier, les investisseurs qualifiés sont ainsi définis :

Art. D.411-1

1° Les établissements de crédit ;

2° L'Etat, la Caisse de la dette publique, la Caisse d'amortissement de la dette sociale, la Banque de France, l'Institut d'émission des départements d'outre-mer, l'Institut d'émission d'outre-mer et la Caisse des dépôts et consignations ;

3° Les entreprises d'investissement ;

4° Les sociétés d'investissement ;

5° Les organismes de placement collectif et les sociétés de gestion d'organisme de placement collectif ;

6° Les entreprises d'assurance et de réassurance, les sociétés de groupe d'assurance, les mutuelles et unions de mutuelles, ainsi que les institutions de prévoyance ;

7° Le fonds de réserve pour les retraites, les institutions de retraites professionnelles, ainsi que les personnes morales administrant une institution de retraite professionnelle ;

8° Les autres établissements financiers agréés ou réglementés ;

9° Les Etats membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques ;

10° La Banque centrale européenne et les banques centrales des Etats membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques ;

11° Les organismes financiers internationaux à caractère public auxquels la France ou tout autre Etat membre de l'Organisation de coopération et de développement économiques adhère ;

12° Les sociétés de capital-risque ;

13° Les sociétés financières d'innovation ;

14° Les intermédiaires en marchandises ;

15° Les entités remplissant au moins deux des trois critères suivants :

- effectifs annuels moyens supérieurs à 250 personnes ;
- total du bilan supérieur à 43 millions d'euros ;
- chiffre d'affaires net ou recettes nettes supérieurs à 50 millions d'euros.

Ces critères sont appréciés au vu des derniers comptes consolidés ou, à défaut, des comptes sociaux, tels que publiés et, le cas échéant, certifiés par les commissaires aux comptes.

=> Inscription à un fichier non public tenu par l'AMF

Ont également la qualité d'investisseurs qualifiés, lorsqu'ils agissent pour compte propre et à partir du jour de réception de l'accusé de réception attestant de leur inscription sur le fichier mentionné à l'article D. 411-3 :

1° Les entités qui remplissent au moins deux des trois critères suivants :

- effectifs annuels moyens inférieurs à 250 personnes ;
- total du bilan inférieur à 43 millions d'euros ;
- chiffre d'affaires ou montant des recettes inférieur à 50 millions d'euros.

Ces critères sont appréciés au vu des derniers comptes consolidés ou, à défaut, des comptes sociaux, tels que publiés et, le cas échéant, certifiés par les commissaires aux

comptes. La décision d'inscription sur le fichier mentionné à l'article D. 411-3 est prise, selon le cas, par le conseil d'administration, par le directoire, par le ou les gérants, ou par l'organe de gestion de l'entité ;

2° Les personnes physiques remplissant au moins deux des trois critères suivants :

- la détention d'un portefeuille d'instruments financiers d'une valeur supérieure à 500 000 euros ;
- la réalisation d'opérations d'un montant supérieur à 600 euros par opération sur des instruments financiers, à raison d'au moins dix par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents ;
- l'occupation pendant au moins un an, dans le secteur financier, d'une position professionnelle exigeant une connaissance de l'investissement en instruments financiers.

=> Entités agissant pour le compte

- Ont également la qualité d'investisseur qualifié :

1° Les entités mentionnées au I lorsqu'elles agissent pour le compte d'un organisme de placement collectif ou d'un investisseur qualifié appartenant à l'une des catégories mentionnées au I ou au II ;

2° Les prestataires de services d'investissement lorsqu'ils agissent dans le cadre d'une activité de gestion de portefeuille pour le compte de leur mandant.

Article D411-2

Ont également la qualité d'investisseurs qualifiés les personnes physiques ou entités reconnues investisseurs qualifiés dans les Etats parties à l'accord sur l'Espace économique européen, conformément aux dispositions de la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003.

Article D411-3

Les personnes ou entités mentionnées au II de l'article D. 411-1 qui en font la demande et déclarent sous leur responsabilité réunir les critères mentionnés au II de l'article D. 411-1 sont inscrites dans un fichier tenu par l'Autorité des marchés financiers selon les modalités fixées par son règlement général. Ces personnes ou entités peuvent renoncer à tout moment à leur qualité d'investisseur qualifié en accomplissant les formalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

III. PRINCIPES RETENUS

Les dispositions retenues dans cette circulaire découlent des principes suivants

- mieux informer l'initiateur des obligations qui découlent de ce type d'opération
- formaliser le traitement par le CDVM des dossiers qui lui sont soumis.

1. Autorisation préalable au placement privé

L'article 12-3 du Dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 du 4 Rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne tel que modifié et complété donne le pouvoir au CDVM de s'opposer à la réalisation de l'opération avant son lancement. Ainsi, le CDVM doit se prononcer en autorisant ou en s'opposant au placement privé, au regard des informations et modalités qui lui seront communiquées dans la limite des 10 jours ouvrés et francs suivant la réception des documents et informations relatifs au dossier.

2. Obligations d'information en cas de cession des titres

En vertu des dispositions de l'article 12-3 du dahir portant loi n° 1-93-212 sus cité, en cas de cession des titres, acquis dans le cadre d'une procédure de placement privé, réalisée dans les conditions fixées par le même article, le cédant est tenu d'informer le CDVM.

Le présent projet de circulaire prévoit les modalités d'information du CDVM de ce projet de cession, en fixant les délais et les modalités de traitement de cette requête. En effet, la circulaire stipule que :

- le projet de cession doit être communiqué au moins 3 jours ouvrés et francs avant la date prévisionnelle de la transaction
- l'identité et les liens capitalistiques, lorsque la transaction est réalisée entre des investisseurs appartenant au même groupe, soient précisés.

3. interactions entre les émetteurs et le CDVM

▪ **Appréciation des modalités de l'opération par le CDVM**

A l'occasion du traitement des dossiers qui lui sont soumis, le CDVM apprécie les modalités du placement privé, afin de s'assurer du respect des conditions qui régissent ce type d'opération, telles que présentées à l'article 12-3 du Dahir portant loi n° 1-93-212. Si le CDVM juge que ces modalités ne sont pas conformes aux dispositions légales, il peut s'opposer à la réalisation de l'opération.

▪ **Encadrement des délais de traitement**

Afin d'assurer un traitement par le CDVM des dossiers relatifs aux placements privés dans de bonnes conditions, le projet de circulaire présente les règles d'instruction et fixe les délais de traitement conformément à l'article 12-3 du Dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 du 4 Rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne tel que modifié et complété. Il a été établi que :

- A la réception du dossier complet, le CDVM délivre systématiquement un récépissé de dépôt qui marque le démarrage du traitement du dossier.
- Le délai de traitement de 10 jours ouvrés imposé par la loi, est interrompu par les demandes d'information, de diligences ou de documents complémentaires à transmettre au CDVM et qu'il recommence à courir à partir du jour de réception par le CDVM des réponses à ses demandes.

4. Investisseurs qualifiés retenus pour le placement privé

La liste des investisseurs qualifiés, prévue par les dispositions de l'article 12-3 du Dahir portant loi n° 1-93-212 relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne, tel que modifié et complété, est ainsi fixée par le CDVM :

1. Outre les investisseurs présumés qualifiés, à savoir :
 - Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, régis par le dahir portant loi n° 1-93-213 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) ;
 - Les entreprises d'assurance et de réassurance, telles que régies par la loi n° 17-99 portant code des assurances ;
 - Les organismes de pensions et de retraite ;
 - La Caisse de dépôt et de gestion ;
 - Les organismes de placement en capital risque, tels que régis par la législation relative aux dits organismes,
2. Les personnes morales listées ci-dessous sont également considérées investisseurs qualifiés :
 - Bank Al Maghrib ;
 - Les banques soumises aux dispositions de la loi n° 34-03 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés ;
 - Les organismes financiers internationaux et les personnes morales étrangères reconnues comme étant investisseurs qualifiés par leurs autorités nationales de tutelle ;
 - Les compagnies financières telles que définies par l'article 14 de la loi n° 34-03 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés ;
 - Les personnes morales, inscrites sur le fichier non public des investisseurs qualifiés tenu par le CDVM et répondant aux trois critères suivants :
 - Avoir, à titre principal, comme objet social la gestion de valeur mobilière ou la détention de portefeuilles de participations ;
 - avoir un capital social libéré, supérieur à 100 millions de dirhams ;
 - la détention d'un portefeuille de valeurs mobilières d'une valeur supérieure à 50 millions de dirhams ;

Toute personne morale peut demander au Directeur Général du CDVM qu'elle soit inscrite en fournissant toutes les pièces et justificatifs à même d'attester du respect des trois conditions ci-dessus requises. Elle ne peut se prévaloir de la qualité d'investisseur qualifié qu'à compter de la notification de son inscription sur ledit fichier.