

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/316277336>

# La responsabilité des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants Etude de droit comparé en Tunisie et en France

Thesis · December 2012

DOI: 10.13140/RG.2.2.33020.13446

CITATIONS

0

READS

133

1 author:



Walid ben salah

University of Tunis El Manar

8 PUBLICATIONS 0 CITATIONS

SEE PROFILE

*UNIVERSITÉ TUNIS EL MANAR*

**FACULTÉ DE DROIT ET DES SCIENCES POLITIQUES  
DE TUNIS**

**La responsabilité des sociétés cotées  
en bourse et de leurs dirigeants**  
**Etude de droit comparé en Tunisie et en France**

**Thèse pour le doctorat en droit privé**

*Préparée et soutenue par :*

**Walid BEN SALAH**

*Sous la direction de M. le Professeur :*

**Béchir MANNOUBI FERCHICHI**

***JURY :***

**Président : M. le Professeur Kamel CHARFEDDINE**

**Membres :**

- M. le Professeur Béchir MANNOUBI FERCHICHI
- M. le Doyen Mohamed MAHFOUDH
- M. le Professeur Noureddine BESROUR
- M. le Doyen Naceur EL OUED

**ANNÉE UNIVERSITAIRE : 2011-2012**

**« La faculté n'entend donner aucune approbation  
ni improbation aux opinions émises dans la présente  
thèse. Ces opinions doivent être considérées comme  
propres à leur auteur ».**

# **DÉDICACES**

**A mon père**

**A ma mère**

**A mon frère**

**A Khaoula & Fahd**

# LISTE DES ABREVIATIONS

<b>AMF</b>	: Autorité des Marchés Financiers.
<b>AN.</b>	: Assemblée nationale.
<b>A.J.T.</b>	: Actualités juridiques tunisiennes.
<b>Aff.</b>	: Affaire.
<b>App.</b>	: Appel.
<b>Bull.</b>	: Bulletin.
<b>Bull.cass</b>	: Bulletin de la Cour de cassation.
<b>Bull. Civ.</b>	: Bulletin des arrêts de la Cour de cassation française (chambres civiles).
<b>Bull. Crim.</b>	: Bulletin des arrêts de la Cour de cassation française (chambres criminelles).
<b>Bull. Joly</b>	: Bulletin. Joly.
<b>BRDA</b>	: Bulletin rapide de droit des affaires
<b>BVMT</b>	: Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis.
<b>C.A.</b>	: Cour d'appel.
<b>Cass. Civ.</b>	: Cour de cassation, chambre civile.
<b>Cass. Com.</b>	: Cour de cassation, chambre commerciale.
<b>Cass. Crim.</b>	: Cour de cassation française, chambre criminelle.
<b>C.E.</b>	: Conseil d'État.
<b>C. Cons.</b>	: Conseil constitutionnel.
<b>C.E.D.H.</b>	: Cour européenne des droits de l'homme.
<b>C.J.C.E.</b>	: Cour de justice des communautés européennes.
<b>CMF</b>	: Conseil du Marché Financier.
<b>COB</b>	: Commission des Opérations de Bourse
<b>C.O.C.</b>	: Code des obligations et des contrats.
<b>C.P.C.C.</b>	: Code de procédure civile et commerciale.
<b>C.S.C</b>	: Code des sociétés commerciales.
<b>C.P.U.</b>	: Centre de publication universitaire.
<b>Coll.</b>	: Collection.
<b>Com.</b>	: Commentaire.
<b>Contra</b>	: Contrairement.
<b>Cass.</b>	: Cassation.
<b>Chron.</b>	: Chronique.
<b>Concl.</b>	: Conclusions.
<b>D.</b>	: Revue Dalloz.
<b>Doctr.</b>	: Doctrine.
<b>Dactyl.</b>	: Dactylographiée.
<b>Dr. Soc.</b>	: Droit des sociétés.
<b>Ed.</b>	: Edition.
<b>Fasc.</b>	: Fascicule.
<b>F.C.P.</b>	: Fonds Commun de Placement.
<b>G.P.</b>	: Gazette du palais.
<b>Ibid.</b>	: Au même endroit.
<b>J.C.P. éd. E</b>	: Juris- classeur périodique édition entreprise (Semaine juridique).
<b>J.C.P. éd. G</b>	: Juris- classeur périodique édition Générale (Semaine juridique).
<b>J.O.R.T.</b>	: Journal officiel de la République tunisienne.
<b>J.O.U.E.</b>	: Journal Officiel de l'Union Européenne.
<b>L.G.D.J.</b>	: Librairie générale de droit et de jurisprudence.
<b>L.P.A.</b>	: Les petites affiches.

<b>Obs.</b>	: Observations.
<b>Op. cit.</b>	: <i>Opere citato</i> (Cité plus haut).
<b>OPCVM</b>	: Organisme de placement collectif en Valeurs Mobilières.
<b>Ord.</b>	: Ordonnance.
<b>P.U.F.</b>	: Presses universitaires de France.
<b>P. U.A. M.</b>	: Presses universitaires d'Aix-Marseille.
<b>Rev.</b>	: Revue.
<b>R.D.B.F.</b>	: Revue de Droit Bancaire et Financier.
<b>R.J. D.A.</b>	: Revue Jurisprudence du Droit des Affaires.
<b>Rev. Soc.</b>	: Revue Droit des Sociétés.
<b>Rev. Juris. Com.</b>	: Revue de Jurisprudence Commerciale.
<b>R.T.D. Civ.</b>	: Revue Trimestrielle de Droit Civil.
<b>R.T.D. Com.</b>	: Revue Trimestrielle de Droit Commercial.
<b>R.J.L.</b>	: Revue de jurisprudence et de législation.
<b>R.T.D.</b>	: Revue tunisienne de droit.
<b>Rép. sociétés Dalloz</b>	: Répertoire sociétés Dalloz.
<b>Sté.</b>	: Société.
<b>SA</b>	: Société Anonyme.
<b>SARL</b>	: Société à Responsabilité Limitée.
<b>SICAV</b>	: Société d'Investissement à Capital Variable.
<b>Suppl.</b>	: Supplément.
<b>T.</b>	: Tome.
<b>Trib.</b>	: Tribunal.
<b>Trib. Com.</b>	: Tribunal de Commerce.
<b>TGI</b>	: Tribunal de Grande Instance.
<b>Vol.</b>	: Volume.

# REMERCIEMENTS

*Toute ma profonde reconnaissance s'adresse à mon  
professeur,*

**le Professeur Béchir MANNOUBI FERCHIHCI,**

*qui a bien voulu diriger cette thèse avec toute sa  
bienveillance et sa sollicitude et pour les précieux  
conseils qu'il m'a procurés.*

# SOMMAIRE

<b>INTRODUCTION</b>	<b>1</b>
<b>PREMIERE PARTIE :</b>	
La responsabilité pénale : inadaptée mais nécessaire	<b>43</b>
<b>CHAPITRE I :</b>	
Des domaines différents	<b>51</b>
<b>CHAPITRE II :</b>	
Une mise en œuvre inégale	<b>139</b>
<b>DEUXIEME PARTIE :</b>	
La responsabilité administrative : une montée en puissance	<b>212</b>
<b>CHAPITRE I :</b>	
Une responsabilité adaptée	<b>219</b>
<b>CHAPITRE II :</b>	
Une responsabilité efficace	<b>306</b>
<b>TROISIEME PARTIE :</b>	
La responsabilité civile : une nécessaire réhabilitation	<b>381</b>
<b>CHAPITRE I</b>	
Responsabilité civile des dirigeants sociaux :	
une nécessaire activation	<b>384</b>
<b>CHAPITRE II :</b>	
Responsabilité civile des sociétés cotées :	
une nécessaire amélioration	<b>430</b>
<b>CHAPITRE III :</b>	
Pour l'introduction de mécanismes permettant les actions de groupe	<b>471</b>
<b>CONCLUSION GENERALE</b>	<b>500</b>

# **INTRODUCTION**

1. C'est l'histoire vraie d'un bon père de famille, cadre supérieur dans une banque qui a passé des années, lui et sa femme, à épargner pour réunir une somme d'argent respectable. Attiré par les promesses faites par un intermédiaire en bourse qui lui a fait miroiter des gains substantiels. Il a fini par se laisser convaincre d'investir son argent dans une société qu'on disait à l'époque « prometteuse » : « Batam »<sup>1</sup>. Malheureusement, le rêve se transforma en cauchemar et quelques mois plus tard, ses actions ne valaient plus rien. Absolument rien ! Le fruit du travail de toute une vie s'était évaporé en un instant.

Des récits similaires, la vie des marchés boursiers en regorge. Des affaires comme Enron, Worldcom, Vivendi Universal<sup>2</sup>, Parmalat, Maddoff<sup>3</sup> résonnent encore dans les mémoires. Avec des conséquences encore plus dramatiques. Des personnes qui ont travaillé toute leur vie et qui se retrouvent sans retraite, d'autres qui se retrouvent ruinées, se suicident.

Ces marchés sont même pointés du doigt par les hommes politiques et l'opinion publique comme responsables de la dernière crise économique mondiale.

Le spectacle ainsi offert au public par les marchés boursiers est consternant : aux récits de faillites retentissantes succèdent des histoires d'arnaques ahurissantes. Scandales à répétition et délits choquants semblent être le quotidien maussade de marchés où l'argent est roi, où le profit fait la loi.

Le portrait de ces marchés est ainsi vite dressé et la caricature est vite enracinée dans l'imaginaire des investisseurs timorés.

La perte de confiance, élément nécessaire à la survie de ces marchés, ne pouvait alors que s'enraciner.

2. Pourtant, l'utilité de ces marchés et leur rôle dans le développement des économies nationales n'est plus à démontrer. Permettant de financer l'expansion des entreprises, réduisant ainsi leur dépendance vis-à-vis des

---

<sup>1</sup> V. infra pp. 30 et 31.

<sup>2</sup> V. infra p. 30.

<sup>3</sup> Pour des détails sur ces différents scandales V. **Sarna (D-E-Y), Malik (A)**, "History of Greed: Financial Fraud from Tulip Mania to Bernie Madoff", John Wiley and Sons, 2010.

banques. Assurant la mobilité du capital, facilitant la transmission des entreprises et garantissant leur pérennité. En outre, le recours aux marchés financiers permet à une entreprise d'accroître sa notoriété et de bénéficier d'incitations fiscales.

Les marchés financiers accumulent ainsi les contradictions : aussi nécessaires que décriés. Surement bénéfiques, ils ont tout de même des tendances maléfiques.

**3.** Mettre fin à ces dérives, arrêter ces scandales, sécuriser ces marchés est nécessaire à leur survie, à leur développement.

Les Etats se devaient donc de réagir, de revenir au-devant de la scène afin de restaurer la confiance.

Car jusqu'à la dernière crise financière deux points de vues divergeaient. Entre ceux, qui prônaient l'intervention de l'Etat dans le contrôle des marchés financiers et ceux qui prônaient qu'il fallait laisser ces marchés s'autoréguler.

Il faut dire que les idées développées par les tenants du laisser-faire avaient de quoi séduire, surtout dans le contexte des marchés financiers occidentaux. Ces marchés aux solides traditions, aux mécanismes bien huilés, au fonctionnement bien ancré.

En effet, comment ne pas être séduit par l'idée que « dans une économie capitaliste, fondée sur la liberté et la responsabilité, l'erreur est rapidement sanctionnée et les leçons sont naturellement tirées car l'intérêt bien compris d'une entreprise ne consiste pas à faire des profits à court terme mais à durer. Ainsi, si une transparence plus grande est exigée par les investisseurs, les entreprises réagiront et informeront spontanément ces derniers au niveau qu'ils attendent. C'est ainsi, en tous les cas, que les choses se passent dans la réalité tranquille de l'économie. Certes, les quelques accidents récents (Enron et autres) en font également partie mais ils sont peu nombreux et sont, finalement, inéluctables, quelque soit le niveau de réglementation en vigueur.

Le simple fait qu'ils aient eu lieu ne peut donc en aucun cas justifier la mise en route de la machine législative »<sup>4</sup>.

Bien qu'attractif, ce raisonnement se trouve de plus en plus contesté au vu de la dernière crise des subprimes, même dans le cadre des marchés financiers occidentaux.

En Italie, Giulio Tremonti, l'homme qui orchestra pendant longtemps le credo libéral de Silvio Berlusconi, affirme même dans une sorte de Mea Culpa que : « le marché de l'idéologie totalitaire inventée pour gouverner le XXI ème siècle, a diabolisé l'Etat (...) en mettant le marché souverain en position de dominer tout le reste. Maintenant on ne peut plus dire que c'était la ligne juste, la seule ligne. »<sup>5</sup>

La dernière crise financière a sonné le glas de l'autorégulation et annoncé un interventionnisme étatique de plus en plus prononcé.

L'autorégulation s'est révélée être un mythe et les plus hauts hommes politiques affirment aujourd'hui qu'il s'agit d'une idée morte. En effet, Il existe un consensus sur la nécessité de réguler les marchés financiers, une prise de conscience de l'urgence d'avancer sur cette question délicate.

Un discours du président américain Obama illustre parfaitement quelle sera l'attitude des Etats vis-à-vis des marchés financiers à l'avenir. Dans ce discours Obama, affirme qu' « un marché libre n'a jamais voulu dire un permis de prendre tout ce que vous pouvez prendre, quelle qu'en soit la manière. Certains à Wall Street ont oublié que, derrière chaque dollar en Bourse ou investi, il y a une famille qui essaie d'acheter une maison, de payer des études, d'ouvrir un commerce ou d'économiser pour une retraite ».<sup>6</sup>

**4.** La nécessité de contrôler et d'encadrer les marchés financiers apparaît ainsi d'une importance primordiale, non seulement pour la sauvegarde de ces marchés mais aussi pour la viabilité de toute l'économie mondiale.

---

<sup>4</sup> **Salin (P), Laine (M)**, « Le mythe de la transparence imposée », J.C.P. éd. E, 6-13 novembre 2003, n° 45-46.

<sup>5</sup> **De Vergès (M)**, « Avec la crise financière l'Allemagne ouvre le débat sur le rôle de l'Etat », Le Monde du 20 mars 2008, p. 1.

<sup>6</sup> Discours Barak Obama 22 avril 2010, Le Monde du 22 avril 2010.

Car ces marchés ont pris une importance monumentale, démontrée par la dernière crise financière. L'effondrement des marchés financiers n'a-t-il pas entraîné dans son sillage la chute de toute l'économie « réelle » ?

**5.** Qu'en est-il alors du marché boursier tunisien ? Peut-il s'autoréguler ?

Il semble qu'affirmer que le marché boursier tunisien puisse s'autoréguler ne soit pas réaliste. Ce marché est encore dans une phase d'apprentissage et d'instauration de bases solides de fonctionnement. C'est un marché où l'évolution des cours est souvent déconnectée des informations véhiculées par les émetteurs<sup>7</sup>.

Dans ce cadre-là, il paraît difficile de penser que ce marché puisse assurer une intégrité et une transparence si nécessaires à son développement.

Dans cette phase de construction, il y'a fort à parier qu'il y'aura besoin d'une autorité forte, capable d'imposer l'ordre et la sécurité.

Dans cette phase au moins, il y'a besoin d'un signal fort. Il faut montrer une volonté inébranlable de moraliser les marchés boursiers. Il s'agit de « protéger l'image de la bourse aux yeux des petits porteurs, ... de privilégier la transparence de l'information à laquelle sont sensibles les investisseurs institutionnels »<sup>8</sup>.

Voltaire ne disait-il pas que « ce qu'il y a de pis, c'est que la guerre est un fléau inévitable. »<sup>9</sup> ? Pour rétablir l'ordre et la légalité au sein des marchés boursiers, l'intervention étatique et la répression sont un mal nécessaire. Un mal, car plus de rigueur, plus de sanctions, peuvent dans un premier temps

---

<sup>7</sup> Pour se convaincre de cette réalité, il n'y a qu'à voir l'évolution récente des titres de la société cotée à la bourse de Tunis : Electrostar . Malgré sa situation financière très difficile et un taux d'endettement alarmant, le cours de Bourse de cette société a connu une véritable envolée. Alors que le titre était coté à 3,700 dinars le 12 mars 2012, depuis le 15 mars 2012 et en une quinzaine de séances, il a gagné 115,5 %, pour s'établir le 5 avril 2012 à 8,19 dinars, pour ensuite caracoler le 9 mai 2012, à 16,260 dinars. Chaque jour, 20 000 titres en moyenne ont changé de main, contre moins de 500 au cours des deux mois qui ont précédé. Cette toute petite valeur, peu liquide, a vu sa part dans les échanges multipliée par 50. Voir Maury F, « Electrostar, un mystère qui électrise le marché », 25 avril 2012, disponible sur <http://www.jeuneafrique.com/Article/JA2674p128-129.xml0/>. Le CMF a décidé de suspendre la cotation de ce titre le 10 mai 2012, **Ben Hedi (R)**,« Bourse de Tunis - Suspension de la cotation d'Electrostar », <http://www.businessnews.com.tn/Bourse-de-Tunis---Suspension-de-la-cotation-d%E2%80%99Electrostar,520,30975,3>

<sup>8</sup> **De Vauplane (H) et Bornet (J-P)**, « Droit des marchés financiers », Litec, 3<sup>ème</sup> édition 2001 p. 900.

<sup>9</sup> **Voltaire**, « Dictionnaire philosophique », Garnier 1967, p.232.

avoir un effet négatif sur le développement de ces marchés. La sanction peut entraver la liberté d'initiatives et des transactions. Elle peut restreindre le développement des sociétés cotées, dissuader les sociétés désireuses de s'introduire en bourse ou encore lier l'action de leurs dirigeants.

Mais nécessaire, car face aux dérives récurrentes que vivent nos marchés, sévir est indispensable pour garantir leur stabilité.

Engager le combat contre les comportements répréhensibles de certaines sociétés cotées et de leurs dirigeants est vital. Car malheureusement les faits montrent que sans cela, penser rétablir la transparence et l'intégrité des marchés boursiers n'est qu'une douce utopie.

6. L'étude de « La responsabilité des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants », nécessite au préalable de dissiper l'ambiguïté qui caractérise les notions en présence (I). Une meilleure compréhension du sujet réclame, en outre, un bref exposé de l'évolution historique des marchés boursiers en France et en Tunisie (II). Enfin, pour les besoins de l'étude de ce sujet d'actualité brûlante et qui revêt un intérêt évident (III), une présentation de la démarche méthodologique suivie s'impose (IV).

#### **I- Des notions méconnues, à l'émergence récente**

7. Les marchés boursiers sont à la une de l'actualité : ils ont droit de cité presque quotidiennement sur les écrans et monopolisent des pages entières de journaux. Ils collectionnent les épithètes : marchés hasardeux, dangereux, complexes, corrompus...

Quand on en parle, Ils ne sont jamais à leur avantage : du bruit ainsi fait autour des marchés financiers, que reste-t-il dans les subconscious ?

Le large public risque fort de ne retenir que les révélations récentes sur les scandales financiers qu'on a déjà évoqués et malgré tout le battage médiatique fait autour de ces marchés, ceux-ci restent largement incompris et méconnus auprès du grand public. Clarifier les notions de marché boursier (A), dans lequel évoluent les sociétés cotées (B) et leurs dirigeants (C), paraît

nécessaire. Des sociétés et des marchés dont l'évolution spectaculaire a conduit à l'émergence d'un droit boursier et d'un contentieux boursier nourri (D). Un contentieux duquel découle pour les sociétés cotées en bourse et leurs dirigeants la possibilité d'engager leurs responsabilités pénale, administrative et civile (E).

## **A- Marché financier et marché boursier**

8. Il importe de distinguer, tout d'abord, le marché boursier, objet de notre étude, du marché financier, notion plus complexe.

Même s'il n'existe pas de définition légale des marchés financiers, ceux-ci ont été définis par la doctrine comme étant « les marchés de capitaux disponibles à long terme. La demande sur les marchés financiers peut émaner : soit des entreprises qui recueillent les fonds dont elles ont besoin, par l'émission d'actions ou d'obligations; soit de l'Etat ou des collectivités publiques qui émettent des emprunts »<sup>10</sup>.

Contrairement à l'opinion admise, le marché financier ne s'identifie pas à la « bourse ». De manière classique, on relève principalement une double acception, qui diffère en étendue. Lato sensu, le marché financier correspond au marché de l'argent à long terme, quels que soient les emplois auxquels il est affecté. Stricto sensu, l'expression est réservée aux marchés des capitaux à long terme utilisant pour support les valeurs mobilières. Il s'oppose en tous cas au marché monétaire, défini comme le marché des capitaux à court et moyen terme<sup>11</sup>.

9. La Bourse, quant à elle, ce « monument à l'aspect austère, entouré de colonnades et protégé par les statues colossales de la Justice, de la Fortune, de l'Abondance et de la Prudence »<sup>12</sup>, a certes ses adeptes, mais elle suscite la méfiance chez la majorité.

---

<sup>10</sup> **Sousi-Roubi (B)**, « Lexique banque et bourse », D., 5<sup>ème</sup> Ed., 2002.

<sup>11</sup> **Deveze (J), Couret (A), Hirigoyen (G)**, « Lamy droit du financement », Ed. Lamy, 2005, p. 525.

<sup>12</sup> **Knabel et Tixier**, cités par **Antoine (J) et Capiou-Huart (M-C)**, « Titres et Bourse, Tome 1 Valeurs mobilières », 2<sup>ème</sup> Ed. de Boeck Bruxelles 1999, p. 6.

Fréquemment cette défiance est motivée par la simple raison qu'on la connaît mal. Surtout, le plus souvent, on ne connaît que ses mauvais côtés.

Le grand public l'imagine comme un vaste tripot dans lequel se font et se défont des fortunes. Il en ignore « l'objet, l'utilité, le fonctionnement »<sup>13</sup>. La notion de bourse mérite donc qu'on s'attarde dessus pour éclaircir certains points.

La bourse est un marché organisé autour d'une ou plusieurs bourses fonctionnant selon des règles précises, où les cours d'un certain nombre de titres sont fixés par confrontation d'offres et de demandes<sup>14</sup>.

Prise dans son sens le plus large, la Bourse est un marché organisé et réglementé sur lequel se négocient par l'entremise d'un intermédiaire qualifié des instruments financiers, des matières premières, des devises,...

Mais, la bourse de valeurs mobilières à laquelle se limite notre étude<sup>15</sup> est la bourse sur laquelle se négocient les valeurs mobilières inscrites à la cote (Euronext à Paris, NYSE à New York, BVMT à Tunis...)<sup>16</sup>.

**10.** La bourse est le baromètre de l'économie. Souvent, l'importance d'un événement ou d'une décision politique se mesure par la variation des indices boursiers qu'ils engendrent<sup>17</sup>.

Cette institution joue un rôle primordial dans le financement de l'économie. En effet, ce marché permet aux sociétés cotées en bourse d'obtenir les financements nécessaires à l'expansion de leurs activités.

Elle permet de mobiliser l'épargne, de diffuser le capital des sociétés et de valoriser les titres cotés :

Primo, la bourse est le lieu où se rencontrent ceux qui veulent acheter des valeurs mobilières et ceux qui veulent en céder. Permettant de la sorte aux

---

<sup>13</sup> Ibid.

<sup>14</sup> **Hautcoeur (P-C), Gallais-Hamomno (G)**, « Le marché financier français au XIXe siècle », Publication de l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, p.12.

<sup>15</sup> Il existe plusieurs types de bourses, tels que la bourse de produits dérivés, la bourse de commerce, la bourse de change...

<sup>16</sup> **Antoine (J) et Capiou-Huart (M-C)**, « Dictionnaire des marchés financiers », Ed. de Boeck Bruxelles 2006, p. 92.

<sup>17</sup> **Antoine (J), Capiou-Huart (M-C)**, « Titres et Bourse: Valeurs mobilières, Volume 1 », Op. cit. pp. 19 et 20.

investisseurs de recouvrer la liquidité de leurs placements, c'est-à-dire de mobiliser leur épargne ou de modifier la structure de leur portefeuille.

Car la faculté offerte aux épargnants d'échanger leurs valeurs mobilières à tout moment contre des liquidités ou contre d'autres titres, les incite à en acquérir. Permettant ainsi aux sociétés qui les émettent, de trouver les capitaux nécessaires au financement de leurs investissements.

D'ailleurs, l'existence et le bon fonctionnement du marché secondaire que constitue la bourse sont nécessaires au succès des émissions de valeurs mobilières et, par là, au dynamisme du marché primaire.

Deuxio, la bourse remplit une autre fonction essentielle : la diffusion du capital des sociétés.

Ainsi, lors de l'introduction d'une société en bourse, ses principaux actionnaires cèdent une partie de leurs actions au public des épargnants ; il s'en suit une plus large diffusion du capital de cette société.

Cette affirmation est d'autant plus vraie quand l'introduction de la société en bourse s'accompagne d'une augmentation de capital.

La société pourra à partir de sa cotation en bourse, faire appel public à l'épargne lorsqu'elle qu'elle le jugera nécessaire, en procédant à des augmentations de capital qui accroîtront encore la diffusion de son capital.

Tertio, la bourse permet de valoriser les titres cotés. Car elle est un marché quasi permanent où se rencontrent l'offre et la demande. C'est surtout un lieu où se fixe le prix des titres, appelé cours. La bourse procure, ainsi, un avantage considérable aux entreprises assujetties à notre étude : les sociétés cotées.

## **B- Sociétés cotées et sociétés faisant appel public à l'épargne**

**11.** Les sociétés cotées en bourse sont des sociétés faisant appel public à l'épargne<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> L'article 1 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 dispose que : « Sont réputés sociétés ou organismes faisant appel public à l'épargne :

A cet égard, il est à noter que la notion de société faisant appel public à l'épargne est plus large que celle de société cotée en bourse.

En effet, les sociétés FAPE ont été définies par le Code des sociétés commerciales<sup>19</sup>, comme « celles qui émettent ou cèdent des valeurs mobilières en appelant le public à l'épargne ».

Alors que les sociétés cotées peuvent être définies comme étant des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé<sup>20</sup>.

**12.** A cet égard, les marchés de titres de capital<sup>21</sup> sont ouverts aux sociétés anonymes qui répondent à des critères d'ouverture au public, de taille, de performance, de liquidité et de transparence.

Ainsi, pour pouvoir être introduite à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT), une société doit se conformer aux conditions édictées par la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier et aux conditions explicitées par les articles 36 et suivants du règlement général de la BVMT<sup>22</sup>.

En premier lieu, la société anonyme doit publier des comptes annuels certifiés des deux derniers exercices<sup>23</sup>.

Ensuite, 10% au moins du capital de la société doit être diffusé dans le public<sup>24</sup>.

---

1) Les sociétés qui sont déclarées comme telles par leurs statuts.

2) Les sociétés dont les titres sont admis à la cote de la Bourse.

3) Les banques et les sociétés d'assurances quel que soit le nombre de leurs actionnaires.

4) Les sociétés dont le nombre d'actionnaires est égal ou supérieur à cent.

5) Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

6) Les sociétés et les organismes autres que les organismes de placement collectif en valeurs mobilières qui, pour le placement de leurs titres, recourent soit à des intermédiaires, soit à des procédés de publicité quelconques, soit au démarchage. »

<sup>19</sup>Article 162 du C.S.C.

<sup>20</sup>**Antoine (J) et Capiaut-Huart (M-C)**, « Dictionnaire des marchés financiers », op.cit. p. 500.

<sup>21</sup>Article 35 nouveau du Règlement Général de la Bourse approuvé par l'arrêté du Ministre des Finances du 13 février 1997, tel que modifié par les arrêtés du 9 septembre 1999, du 24 septembre 2005, du 24 septembre 2007 et du 15 avril 2008 : « Sont considérés comme titres de capital, les actions ordinaires ou privilégiées, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote et les certificats d'investissement. »

<sup>22</sup>Article 23 nouveau du Règlement Général de la Bourse, Approuvé par l'arrêté du Ministre des Finances du 13 février 1997, tel que modifié par les arrêtés du 9 septembre 1999, du 24 septembre 2005, du 24 septembre 2007 et du 15 avril 2008.

<sup>23</sup>Il est possible de déroger à cette condition pour les sociétés dont l'entrée en activité est inférieure à 2 ans.

De plus, la société doit aussi présenter un rapport d'évaluation sur les actifs de la société, disposer d'une organisation adéquate, d'un audit interne, d'un contrôle de gestion, présenter des informations prévisionnelles sur 5 ans, établies par le conseil d'administration, accompagnées de l'avis du commissaire aux comptes et produire un prospectus d'admission visé par le Conseil du Marché.

D'autres conditions sont nécessaires selon que les titres de la société soient cotés au marché principal ou au marché alternatif.

Ainsi, la cotation sur le marché principal exige que les deux derniers exercices soient bénéficiaires<sup>25</sup>.

De même, les titres de la société détenus par le public<sup>26</sup> doivent être répartis entre 200 actionnaires au moins, au plus tard le jour de l'introduction et un capital minimum de 3 millions de dinars, le jour d'introduction est exigé.

La cotation sur le marché alternatif obéit, quant à elle, à des conditions moins strictes. Ainsi, la condition de bénéfices et la condition de capital minimum ne sont pas exigées.

Aussi, la répartition des titres de la société détenus par le public doit se faire entre 100 actionnaires au moins ou 5 actionnaires institutionnels<sup>27</sup>, au plus tard le jour de l'introduction.

L'admission peut être également demandée par une société quand son capital est détenu, depuis plus d'un an, à hauteur de 20% au moins par deux investisseurs institutionnels, au minimum.

En outre, l'admission peut être demandée par une société en cours de constitution par appel public à l'épargne (cas de grands projets). Pour ce cas, l'admission au marché alternatif est prononcée directement par le CMF<sup>28</sup>.

---

<sup>24</sup>Il est possible de déroger à cette condition au cas où la diffusion est d'un montant minimum d'un million de dinars.

<sup>25</sup>Cette condition n'est pas exigée si la société s'introduit par la procédure d'inscription directe suite à une augmentation de capital.

<sup>26</sup>Par public, on entend les actionnaires détenant individuellement au plus 0,5% du capital.

<sup>27</sup>Par actionnaires institutionnels, on entend les actionnaires détenant individuellement au plus 5% du capital.

<sup>28</sup> [www.bvmt.com.tn](http://www.bvmt.com.tn)

13. Quant aux règles applicables aux sociétés cotées, une doctrine française traditionnelle évite de faire de la distinction entre sociétés cotées et sociétés non cotées une « summa divisio »<sup>29</sup>. La logique en droit français est plutôt d'adjoindre au droit commun applicable aux sociétés par actions, des règles spécifiques aux sociétés cotées. Sans que cela n'entraîne une réelle autonomie des règles régissant les sociétés cotées par rapport aux règles régissant les sociétés non cotées<sup>30</sup>.

Néanmoins, une division plus fondamentale est prônée par M<sup>me</sup> Frison-Roche<sup>31</sup>. Pour cet auteur, le droit classique des sociétés non cotées devrait s'organiser dans un rapport au droit commun des obligations. Alors qu'un nouveau droit des sociétés cotées, devrait s'organiser dans un rapport au droit commun des biens : « le titre produit dicte les règles et non le rapport entre le titre et la société émettrice ».

Elle avance en outre que les sociétés cotées « constituent un monde à part », et ce d'un point de vue sociologique. Sous cet angle, « le droit des sociétés non cotées s'organise d'une façon que l'on pourrait dire externe, c'est-à-dire à travers une législation et une jurisprudence traditionnellement distinctes d'une façon radicale de leur objet. Parce que les sociétés cotées constituent précisément un « monde », il leur faut un droit en quelque sorte internalisé, c'est-à-dire produit par les acteurs eux-mêmes ou par des autorités de marché placées au cœur du système. Parce qu'il existe un mécanisme technique et social de place financière, qui n'a pas d'équivalent pour les sociétés non cotées, le droit devient auto-produit, auto-observé, illustration exemplaire des

---

<sup>29</sup> L'expression *summa divisio* est fréquemment employée dans le domaine juridique pour signaler les divisions principales comme: droit public / droit civil; droit des personnes / droit des biens; responsabilité contractuelle / responsabilité délictuelle...

<sup>30</sup> **Couret (A)**, « Régulation financière, sociétés cotées et sociétés non cotées », L.P.A, 03 juin 2002 n°110, p. 29, §4.

<sup>31</sup> **Frison-Roche (MA)**, « La distinction entre sociétés cotées et sociétés non cotées », Mélanges A.E.D.B.F. 1997, pp. 189 et s.

théories sociologiques de l'auto-organisation. Il faut donc en pratique distinguer ces deux manières de faire »<sup>32</sup>.

Cette spécificité des sociétés cotées combinée au contexte particulier du marché boursier ont conduit à l'émergence d'un droit boursier qui s'étoffe au fil du temps. Une évolution qui s'est accompagnée par l'apparition d'un contentieux boursier nourri, du moins en France.

### **C- Droit boursier et contentieux boursier**

**14.** Le droit boursier peut être défini comme étant « le droit relatif aux marchés réglementés où s'échangent les titres financiers, en ce compris les acteurs sur ces marchés et, en particulier les règles applicables aux sociétés cotées sur les marchés réglementés »<sup>33</sup>.

Le droit boursier est aujourd'hui en pleine construction, il se bâtit « sous nos yeux au fil des jours et des affaires »<sup>34</sup>. Un auteur considère même ce droit comme le laboratoire privilégié d'observation des nouvelles formes d'expression du droit<sup>35</sup>.

Ce constat est consolidé par une double constatation. D'une part, on assiste à l'apparition de la notion de régulation « englobant celle de réglementation, ou encore celle de gouvernance remplaçant celle de gouvernement »<sup>36</sup>.

D'autre part, on constate l'émergence d'un véritable droit pénal boursier. En effet, l'un des aspects les plus remarquables de l'évolution du droit pénal des affaires, un droit qui s'est développé et diversifié considérablement à partir de la deuxième moitié du XX<sup>e</sup> siècle, consiste en l'apparition d'un droit pénal boursier qui a rapidement évolué.

---

<sup>32</sup>**Frison-Roche (MA)**, op.cit. p. 197.

<sup>33</sup>**Pouille (J-B)**, « Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe se conformer ou s'expliquer en droit boursier », L'Harmattan 2011, p. 19.

<sup>34</sup>**Ducouloux-Favard (C)**, « Pourquoi du droit comparé boursier ? », L.P.A, 15 juin 1994 n° 71.

<sup>35</sup>**Pietrancosta(A)**, « Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers », Ed. Transactive, 2000.

<sup>36</sup>**Pouille (J-B)**, op.cit. p. 19.

L'émergence d'un véritable droit boursier et le développement considérable des marchés boursiers ont conduit à l'occurrence d'un contentieux boursier nourri.

**15.** Le contentieux boursier, qui sert de toile de fond à notre étude concerne l'ensemble des litiges qui peuvent être soumis à des juridictions, qu'elles soient administratives ou judiciaires. Ces litiges ont essentiellement pour objet les opérations portant sur des titres admis sur un marché boursier, les actes relevant des différentes autorités de marché et ceux passés par les intermédiaires en bourse et les épargnants ou investisseurs. Ce contentieux se répartit entre les juridictions de l'ordre judiciaire et de l'ordre administratif et parfois même relève, en France, des deux ordres à la fois<sup>37</sup>.

Les principaux acteurs de ce contentieux boursier sont les sociétés cotées en bourse et leurs dirigeants.

#### **D- Les dirigeants de sociétés cotées**

**16.** Le dirigeant de la société est la personne qui dirige, c'est à dire qui « conduit, mène (une entreprise, une opération, une affaire) comme maître ou chef responsable »<sup>38</sup>. Mais qui sont ces dirigeants de sociétés cotées en bourse qui sont susceptibles de voir leur responsabilité engagée ?

En France, la loi du 24 juillet 1966, codifiée dans le nouveau Code de commerce, prévoit plusieurs types d'organes de gestion ou de direction, correspondant à la variété des sociétés commerciales, qui sont amenés à répondre pénalement, administrativement ou civilement des agissements délictueux commis à l'occasion de l'exercice de leurs fonctions.

La recherche des dirigeants responsables suppose donc l'examen des différentes situations qui peuvent se présenter dans chaque forme de société commerciale.

---

<sup>37</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Contentieux boursier », Rép. sociétés Dalloz 2005 pp. 2 et 3.

<sup>38</sup> Dictionnaire Le Petit Robert.

**17.** Dans les sociétés anonymes, qui représentent l'écrasante majorité des sociétés cotées en bourse, la détermination des dirigeants susceptibles d'engager leur responsabilité nécessite de distinguer entre les sociétés anonymes à conseil d'administration et celles dotées d'un directoire et d'un conseil de surveillance.

Puisque dans les sociétés anonymes à conseil d'administration, c'est le président du conseil d'administration chargé de la direction générale de la société<sup>39</sup> qui est en principe la personne responsable<sup>40</sup>. Mais le directeur général peut également voir sa responsabilité pénale retenue à propos de l'application du droit des sociétés soit comme auteur principal, soit comme complice. Et il en est tout particulièrement ainsi lorsque, depuis la loi du 15 mai 2001, ce directeur général n'agit plus sur délégation du président du conseil d'administration mais exerce, au contraire, des pouvoirs propres.

De même, les administrateurs (ou représentants permanents de personnes morales administrateurs) peuvent également engager leur responsabilité pour des infractions ou des fautes qu'ils auraient commises.

Dans les sociétés anonymes à directoire, le responsable pénal sera le directeur général unique, si la société, ayant un capital inférieur à 150 000 euros, a choisi de confier les fonctions du directoire à une seule personne.

Toutefois, si le directoire est à forme collégiale, la responsabilité est assumée cumulativement par tous les membres du directoire et non par son seul président. En effet, le directoire est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la société.

La responsabilité du seul président ou d'un membre du directoire ne sera retenue qu'en cas de répartition précise des tâches. Dans cette hypothèse, chaque membre du directoire répondra uniquement des infractions spécialement afférentes à son secteur de direction. Ainsi, a été seul reconnu

---

<sup>39</sup> Article L. 225-51 du Code de commerce français.

<sup>40</sup> Cass. Crim., 4 décembre 1969, n° 68-11.822, D. 1970, jur, p. 114.

coupable d'abus de biens sociaux le membre du directoire qui avait établi un chèque sur la société au profit d'une autre dans laquelle il exerçait également des fonctions de dirigeant<sup>41</sup>.

D'autre part, les dirigeants de fait<sup>42</sup> sont assimilés aux dirigeants de droit par la jurisprudence. Ainsi, en retenant l'exercice effectif des pouvoirs de direction, la jurisprudence retient la responsabilité pénale des dirigeants de fait<sup>43</sup>. Et ce même s'il appartient aux juges du fond de bien caractériser la gestion de fait<sup>44</sup>. En outre, la loi de 1966, codifiée dans le nouveau code de commerce, prévoit elle-même, dans de nombreuses dispositions, la responsabilité pénale des dirigeants de fait<sup>45</sup>.

**18.** En Tunisie, la situation est similaire. Ainsi, la société anonyme est administrée soit par un conseil d'administration ou par un directoire et un conseil de surveillance<sup>46</sup>.

Dans le premier cas de figure, qui correspond au cas le plus fréquent, la société peut être administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et douze membres au plus<sup>47</sup>. Le conseil d'administration élit parmi ses membres un président qui a la qualité de président directeur général<sup>48</sup>. Le président du Conseil d'administration assure, sous sa responsabilité, la direction générale de la société et représente cette dernière<sup>49</sup>.

---

<sup>41</sup> Cass. Crim., 19 février 1990, n° 87-85.446, BRDA 1990, n° 9, p.11.

<sup>42</sup> Personnes qui, sans titre, exercent sans entrave et en toute indépendance une activité positive de direction des affaires sociales.

<sup>43</sup> Cass. crim, 5 juin 1979, n° 78-93.108, Bull. crim., n° 191, p.529; Cass. Crim., 5 novembre 1990, n° 89-84.656 et 89-84.657, Cass. crim, 18 novembre 1991, no 90-83.775, R.J.D.A 1992, n° 245, p.189.

<sup>44</sup> Cass. Crim., 24 février 1992, n° 91-80.040, R.J.D.A 1992, n° 708, p. 581.

<sup>45</sup> **Mestre (J), Velardocchio (D), Blanchard-Sebastien (Ch)**, Lamy sociétés commerciales, Ed. 2004.

<sup>46</sup> Article 188 du C.S.C.

<sup>47</sup> Article 189 du C.S.C.

<sup>48</sup> Article 208 du C.S.C.

<sup>49</sup> Article 211 du C.S.C.

Néanmoins, les statuts de la société peuvent opter pour la dissociation entre les fonctions de président du conseil d'administration et celles de directeur général de la société<sup>50</sup>.

Dans ce cas, le président du conseil d'administration propose l'ordre du jour du conseil, le convoque, préside ses réunions et veille à la réalisation des options arrêtées par le conseil. Le président du conseil n'est pas considéré comme étant un commerçant et n'est pas soumis, en cas de faillite de la société aux déchéances attachées par la loi à la faillite ; à moins qu'il ne s'immisce dans la gestion directe de la société<sup>51</sup>. Le directeur général, quant à lui, assure sous sa responsabilité la direction générale de la société<sup>52</sup>.

Il est, en outre, soumis à toutes les obligations et responsabilités mises à la charge des membres du conseil d'administration ou de son président<sup>53</sup>.

D'un autre côté, les statuts de la société anonyme peuvent opter pour un autre mode d'administration<sup>54</sup>. Dans ce cas, la société est dirigée par un directoire qui assume la responsabilité de sa direction et exerce ses fonctions sous le contrôle d'un conseil de surveillance. Le directoire peut se composer de cinq membres au maximum qui doivent obligatoirement être des personnes physiques. Dans les sociétés anonymes dont le capital est supérieur à cent mille dinars (ce qui est le cas pour toutes les sociétés cotées en bourse), les fonctions dévolues au directoire ne peuvent être exercées par une seule personne<sup>55</sup>. Le Conseil de surveillance confère à l'un des membres du directoire, la qualité de président<sup>56</sup>.

Le directoire est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la société<sup>57</sup>.

---

<sup>50</sup> Article 215 du C.S.C.

<sup>51</sup> Article 216 du C.S.C.

<sup>52</sup> Article 217 du C.S.C.

<sup>53</sup> Article 218 du C.S.C.

<sup>54</sup> Article 224 du C.S.C.

<sup>55</sup> Article 225 du C.S.C.

<sup>56</sup> Article 226 du C.S.C.

<sup>57</sup> Article 229 du C.S.C.

Le Conseil de surveillance exerce le contrôle permanent de la gestion de la société par le directoire<sup>58</sup>. Ce conseil est composé de trois membres au minimum et de douze membres au plus<sup>59</sup>.

**20.** « La direction d'une société est rarement une sinécure et malheur à celui qui trop confiant dans l'habileté et l'honnêteté de ses collaborateurs, plane sur son petit nuage, insouciant des réalités de la gestion quotidienne. Un jour vient l'orage se déclare et le dirigeant redescendu sur terre fait l'apprentissage de la responsabilité »<sup>60</sup>. Cette responsabilité dans le cas des sociétés cotées en bourse peut être de nature civile, pénale, fiscale ou administrative.

## **E- Responsabilité et marché boursier**

**21.** En matière boursière, les sociétés cotées en bourse et leurs dirigeants sont susceptibles d'engager leur responsabilité civile, pénale, administrative ou encore fiscale<sup>61</sup>.

Ceci dit, pour les besoins de cette étude nous allons nous intéresser aux responsabilités pénale, administrative et civile des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants.

**22.** Tout d'abord, la responsabilité pénale est définie comme étant l'obligation de répondre de ses actes délictueux en subissant une sanction pénale dans les conditions et selon les formes prescrites par la loi<sup>62</sup>.

Notre étude portera sur deux types de responsabilité pénale : celle des dirigeants sociaux et celle des sociétés cotées en bourse, personnes morales.

**23.** Ensuite, la responsabilité civile est l'obligation de réparer le préjudice résultant soit de l'inexécution d'un contrat : on parle dans ce cas de

---

<sup>58</sup> Article 235 du C.S.C.

<sup>59</sup> Article 236 du C.S.C.

<sup>60</sup> **Cozian (M), Viandier (A), Deboissy (F)**, « Droit des sociétés », Litec Ed. 2004, §360 p. 128.

<sup>61</sup> Concernant la responsabilité fiscale des dirigeants V. **Rezgui (S)**, « La responsabilité fiscale des dirigeants », R.T.D 1991 p. 233.

<sup>62</sup> **Guinchard (S)**, Lexique des termes juridiques, 16<sup>e</sup>Ed. 2007, Dalloz, p.484.

responsabilité contractuelle. Soit de la violation du devoir général de ne causer aucun dommage à autrui par son fait personnel ou du fait des choses dont a la garde ou du fait des personnes dont on répond (responsabilité du fait d'autrui) : dans ce cas la responsabilité est dite délictuelle ou quasi délictuelle<sup>63</sup>.

**24.** Enfin, la responsabilité administrative nous la définissons comme étant l'obligation pour les sociétés cotées et leurs dirigeants de répondre de leurs actes contraires aux règlements des autorités administratives chargées de contrôler les marchés boursiers. En effet, les autorités administratives de régulation du marché financier, que sont le Conseil du Marché financier en Tunisie et l'Autorité des Marchés Financiers en France sont habilitées à prononcer des sanctions à l'égard des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants.

**25.** En matière boursière, la contrainte que peuvent subir dirigeants et sociétés cotées provient du cumul des responsabilités.

D'autant plus qu'il y'a deux aspects à ce cumul. Le premier aspect consiste dans le cumul de la sanction administrative, de la sanction pénale, et de la sanction civile qu'encourent les sociétés cotées et leurs dirigeants.

Le deuxième aspect du cumul, c'est le cumul de la sanction administrative, et/ou pénale et/ou civile infligée à la personne morale, avec la même sanction appliquée aux dirigeants de cette personne morale.<sup>64</sup>

D'ailleurs, l'étude de l'évolution historique de la bourse et des différents scandales qui ont accompagné le développement spectaculaire de cette institution est de nature à éclairer la compréhension de l'émergence de ces différents types de responsabilités.

---

<sup>63</sup> **Guinchard (S)**, Op.cit. pp. 576 et 577.

<sup>64</sup> **Piniot (M-C)**, « La mise en œuvre de la répression à l'encontre des personnes morales : Evaluation comparée des deux voies répressives », Rev. de science criminelle 1996 p. 293.

## II- Evolution historique

26. L'institution de la bourse a ses racines dans une époque très ancienne. Des ébauches de la technique boursière ont été relevées dans l'antiquité romaine par certains historiens<sup>65</sup>. En effet, l'exemple le plus ancien de marché organisé d'actions peut être trouvé dans la République Romaine du deuxième siècle AV-JC, à une époque où cet empire n'était pas assujéti à des contraintes théologiques imposées plus tard par l'avènement des religions monothéistes<sup>66</sup>. Le commerce qui florissait un peu partout sur le territoire de la République a entraîné une accumulation des richesses à Rome où un capital conséquent se trouva disponible. En présence d'un système de lois et de droits de propriété souple et favorable aux échanges, le transfert de capital se trouva facilité. De plus, le concept de crédit au sens commercial du terme s'est développé devenant admis à une large échelle. Enfin, une classe d'investisseurs disposés à prendre un risque en investissant un capital dans l'optique de réaliser un gain en retour émergea. D'ailleurs, une sorte de société faisant appel public à l'épargne fit son apparition à cette époque : le gouvernement de la République Romaine a sous traité beaucoup de ses prérogatives, de la construction d'édifices à la collecte de taxes à des groupes d'investisseurs connus sous le nom de *publicani*. A l'instar des sociétés modernes les *publicani* étaient des entités légales dont la propriété était divisée en parts ou actions. Les *publicani* étaient souvent gérés par des dirigeants qui produisaient des comptes publics (*tabulae*) et tenaient régulièrement des assemblées pour les actionnaires.

Le lieu des échanges à Rome était le Forum. Sorte de bourse de l'antiquité, la description donnée par l'historien classique Mikhail Rostovtzeff met en valeur la vitalité qui la caractérisait et la variété qui y régnait : « Des foules d'hommes achetaient et vendaient des actions et des obligations de sociétés agricoles,

---

<sup>65</sup> Antoine (J), Capiou-Huart (M-C), « Titres et Bourse: Valeurs mobilières, Volume 1 », Op.cit. p.22.

<sup>66</sup> Trois prérequis essentiels pour un marché d'actions viable étaient réunis à Rome : Un capital librement transmissible, un accès facilité au crédit et une franche volonté de prendre des risques.

une variété de marchandises pour du comptant ou à crédit, des fermes et des domaines en Italie et dans les provinces, des maisons et des commerces à Rome et ailleurs, des bateaux, des entrepôts, des esclaves et du bétail». <sup>67</sup>

Mais le temps fit son effet et la bourse romaine déclina et disparut quand Rome elle-même perdit sa prééminence.

Par la suite, vint la domination islamique sur de larges parts de l'Asie et de l'Afrique.

## A- La civilisation musulmane et les marchés financiers

27. La civilisation arabe et musulmane n'était pas réticente au commerce et aux échanges. La prospérité de la Mecque tant avant qu'après l'avènement de l'Islam, était due en partie à sa position en tant qu'important centre caravanier. A la naissance du prophète Mohammed (صلى الله عليه وسلم), le commerce était développé et la Mecque était un haut lieu de l'échange et un carrefour commercial important<sup>68</sup>. Le marché était à l'époque le cadre dans lequel se déroulaient les opérations de vente et d'achat et les différentes transactions. D'ailleurs, le prophète (صلى الله عليه وسلم) a ordonné la construction d'un souk islamique à Médine. Et signe de l'importance du contrôle sur les transactions commerciales, le prophète (صلى الله عليه وسلم) passait par le souk afin d'exercer personnellement un contrôle de l'activité commerciale<sup>69</sup>. Néanmoins, les conditions strictes imposées par les préceptes de l'Islam tel que l'interdiction du *riba* (intérêts) ont longtemps empêché le développement des marchés financiers en terre d'Islam.

Il a fallu attendre le milieu du XX<sup>ème</sup> pour voir enfin émerger une véritable finance basée sur le respect des préceptes de l'Islam. Ainsi, la décennie 1950-60 a connu le début d'un travail théorique aboutissant à l'élaboration d'une première description d'une banque islamique qui ne pratique pas l'intérêt et

---

<sup>67</sup> **Mark Smith (B)**, "A history of the global stock market : from ancient Rome to Silicon Valley", The University of Chicago Press, 2003 p. 11.

<sup>68</sup> **Ollé-Martin (A), Aymé-Martin (C)**, « Histoire de l'humanité », Ed. de l'UNESCO, 2005 p. 363.  
<sup>69</sup> **شعبان محمد إسلام البراوري**, "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي : دراسة تحليلية نقدية", دار الفكر 2010.

qui est basée sur la mudaraba ou la wakala. Le début des années 1960 devait connaître la création de la première banque islamique en Egypte suivie par l'institution de la Pilgrimage Fund en Malaisie<sup>70</sup>.

Cette finance, considérée par certains auteurs comme une illustration de la finance éthique<sup>71</sup> devait, à partir des années 1980, connaître en un temps record un développement fulgurant qui lui permit de s'imposer comme une industrie majeure générant des milliers de milliards de dollars<sup>72</sup>. Allant jusqu'à représenter pour une certaine doctrine une solution à la récente crise financière<sup>73</sup>.

## **B- Des origines anciennes, un développement fulgurant**

**28.** Le mot Bourse aurait trouvé son origine au XIII<sup>e</sup> siècle, en Belgique. Dans la ville de Bruges, des marchands ont pris l'habitude de se retrouver devant l'hôtel de la famille Van der Buerse, afin de traiter leurs affaires. Par la suite, cette famille étendit son activité à Anvers et, bientôt, son patronyme désigna les immeubles où se déroulaient des réunions pour les tractations.

L'année 1515, a vu la création de la première bourse de commerce. Elle a vu le jour dans une autre ville belge : Anvers. Par la suite, ont été créées un certain nombre de bourses de commerce de marchandises alors que le commerce de l'argent se pratiquait aussi dans grandes villes de foire, dont Anvers et Amsterdam. En 1571, la bourse de Londres fût inaugurée avec faste par la Reine Elisabeth d'Angleterre.

**29.** Au XVII<sup>e</sup> siècle, les premières sociétés commerciales par actions voient le jour. Elles ont pour nom la Compagnie française des Indes orientales, la Compagnie d'Ostende ou encore la Compagnie générale pour le commerce et la navigation aux Indes.

---

<sup>70</sup> **Iqbal (Z) et Abbas (M)**, « An introduction to islamic finance : theory and practice » 2<sup>nd</sup> édition, John Wiley & Sons 2011.

<sup>71</sup> **Guéranger (F)**, « Finance islamique : Une illustration de la finance éthique », Dunod, 2009.

<sup>72</sup> **Schoon (N)**, « Islamic banking and finance », Spiramus Press, 2010 p. 9.

<sup>73</sup> **Jouini (E) et Pastré (O)**, « La finance islamique: Une solution à la crise ? », Economica, 2009.

Elles sont constituées pour financer les grandes découvertes et l'exploitation des comptoirs lointains.

Ces nouvelles créations ont entraîné un « nouveau développement de l'activité des bourses »<sup>74</sup>.

**30.** La Bourse de Paris devait alors naître en 1724, suite à un arrêt pris par le Conseil d'État du Roi qui avait alors pour objectif de rétablir un semblant d'ordre au sein de l'économie française<sup>75</sup>.

La Bourse de Paris a ensuite été officiellement fermée, à la faveur de la révolution française, alors qu'elle cotait officiellement dix-sept valeurs. Elle n'a été rouverte et définitivement officialisée qu'en 1801.

La bourse a connu sa première codification centralisatrice sous Napoléon, à travers la promulgation du Code de commerce de 1807. La loi a ainsi pris, pour la première fois, le relais des usages.

La lecture des travaux préparatoires de cette loi ; laisse apparaître l'importance que prenait déjà l'institution boursière. Et l'importance de contrôler et de réguler ces marchés déjà à l'époque.

Ainsi, selon les termes de ces travaux « Rien de plus propre à ranimer le commerce que de régulariser par une loi l'institution des bourses, d'en étendre les bienfaits aux places qui peuvent en être susceptibles, et surtout de rendre aux agents de change et courtiers la confiance dont ils jouissaient autrefois... L'utilité des bourses a été reconnue chez tous les peuples industriels. C'est à ces établissements qu'ils ont dû l'agrandissement et la prospérité du commerce. Là, les avis de toutes les places du monde viennent aboutir en un centre commun, et par les communications mutuelles, former un faisceau de lumière qui éveille l'émulation générale ».<sup>76</sup>

Néanmoins, ce code a été vigoureusement critiqué et fût considéré comme étant une œuvre moyenne. Il a été élaboré dans un esprit dirigiste : les agents de change étaient nommés par le gouvernement et leur statut était semi-

---

<sup>74</sup> **Antoine (J), Capiou-Huart (M-C)**, « Titres et Bourse: Valeurs mobilières, Volume 1 », Op.cit. p.22.

<sup>75</sup> Jour par Jour, Bourse de Paris

[http://www.linternaute.com/histoire/motcle/4156/a/1/1/bourse\\_de\\_paris.shtml](http://www.linternaute.com/histoire/motcle/4156/a/1/1/bourse_de_paris.shtml)

<sup>76</sup> Cité par **Antoine (J), Capiou-Huart (M-C)**, Op.cit. p. 23.

public. Les dispositions relatives aux bourses ne durèrent pas plus d'un demi-siècle.

**31.** Mais les marchés boursiers ne connaîtront leur véritable essor qu'au cours du XIX<sup>ème</sup> siècle. Un siècle qui a vu ces marchés prendre une place centrale dans quelques riches économies européennes<sup>77</sup>.

L'émission de valeurs mobilières devait connaître, tout au long du XIX<sup>ème</sup> siècle, un développement sans précédent boosté par l'essor de l'industrie et du capitalisme privé<sup>78</sup>. Un grand essor qui coïncide avec une période de grande liberté qui succède au contrôle étroit des activités boursières<sup>79</sup>.

L'enrichissement successif de la cote officielle témoigne de l'évolution des grandes entreprises françaises nées durant la deuxième moitié du XIX<sup>e</sup> siècle, et du fantastique développement de la fortune mobilière. En 1912, le portefeuille français atteint la somme de 110 milliards de francs soit 400 fois celle de 1789-1790. La Bourse de Paris caracolait alors en tête des places boursières au monde<sup>80</sup>.

C'est donc tout au long de ce siècle que la « Bourse de Paris acquiert les caractéristiques modernes d'une Bourse de valeurs mobilières »<sup>81</sup>. Permettant d'attirer des fonds considérables qui ont permis aux entreprises de trouver sans grande difficulté les fonds indispensables à leur développement<sup>82</sup>.

**32.** La Bourse de Paris continua son développement considérable et en 1988 le CAC 40<sup>83</sup> a été officiellement créé par la Compagnie des Agents de Change. Partie intégrante de la Bourse de Paris, cet indice est calculé en

---

<sup>77</sup> **Hautcoeur (P-C), Gallais-Hamonne (G)**, « Le marché financier français au XIX<sup>e</sup> siècle: Récit », Publication de l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, p. 11.

<sup>78</sup> **Hautcoeur (P-C) et Gallais-Hamonne (G)**, « Le marché financier français au XIX<sup>e</sup> siècle: Volume 2. Aspects quantitatifs des acteurs et des instruments à la Bourse de Paris », Publication de la Sorbonne 2007, p. 365

<sup>79</sup> Antoine J, Capiou-Huart M-C, « Titres et Bourse: Valeurs mobilières, Volume 1 », Op.cit. p.24.

<sup>80</sup> Chiffres cités par **Moreau-Néret (O)**, « Valeurs mobilières », Sirey, Paris 1939, p.36.

<sup>81</sup> **Hautcoeur (P-C) et Gallais-Hamonne (G)**, Op.cit. , p. 366.

<sup>82</sup> Ibid.

<sup>83</sup> La CAC 40 est l'indice « phare » de la bourse de Paris, CAC signifie « cotation assistée en continu ». Le chiffre 40 s'explique par le fait que l'indice est composé des 40 actions les plus actives du marché. La bonne santé de la place de Paris se mesure à la progression du CAC 40 ;**Antoine (J) et Capiou-Huart (M-C)**, « dictionnaire des marchés financiers », Ed. de Boeck Bruxelles 2006, p. 99.

fonction de 40 valeurs continuellement cotées avec pour objectif de représenter le plus fidèlement possible l'évolution du marché français.

En 2000, les Bourses d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris fusionnent pour former l'Euronext. Deux ans plus tard, cette nouvelle bourse européenne rachètera le marché de produits dérivés britannique LIFFE (London International Financial Futures and options Exchange) et accueillera la Bourse de Lisbonne. L'entreprise Euronext Paris sera par la suite mise en place et chargée de la gestion des marchés de la Bourse parisienne<sup>84</sup>.

**33.** Aujourd'hui, Euronext est le premier groupe mondial de places boursières après sa fusion en 2007 avec le New York Stock Exchange. Et la place de Paris compte plus de 707 sociétés cotées sur Euronext Paris dont 628 sont françaises et 79 étrangères. Pour démontrer l'importance de la bourse et des marchés financiers dans l'économie moderne, il suffit de citer le chiffre inimaginable de la capitalisation boursière de la bourse de Paris qui est de 1874 milliards d'Euros<sup>85</sup>avec une moyenne quotidienne des échanges d'environ 7 Milliards d'Euros par jour. Il s'agit d'une bourse résolument tournée vers le monde puisque 46% de cette capitalisation est détenue par des fonds étrangers ou des non-résidents.<sup>86</sup>

**34.** Le marché boursier tunisien, quant à lui, n'a connu une esquisse d'organisation qu'en 1969. Ainsi, la loi n°69-13 du 28 février 1969 porta création de la Bourse des valeurs mobilières de Tunis. La Tunisie marque, dans ce domaine, un retard conséquent sur d'autres Etats arabes. En effet, les racines de la bourse égyptienne remontent au 19<sup>ème</sup> siècle avec la création de la bourse d'Alexandrie en 1883 suivie par la bourse du Caire en 1903<sup>87</sup>. Le marché marocain a été créé, pour sa part, le 30 juin 1959<sup>88</sup>.

---

<sup>84</sup> [http://www.linternaute.com/histoire/motcle/4156/a/1/1/bourse\\_de\\_paris.shtml](http://www.linternaute.com/histoire/motcle/4156/a/1/1/bourse_de_paris.shtml)

<sup>85</sup> Au 31/12/2007

<sup>86</sup> Chiffres 2007, source Euronext cités par <http://www.bourse-investir.com>

<sup>87</sup> V. la présentation de l'histoire de la bourse égyptienne sur le site internet de la bourse d'Egypte : <http://www.egx.com.eg/arabic/history.aspx>

<sup>88</sup> **Zouari (E)**, « Intégration financière internationale : la stratégie régionale », In « Les économies émergentes : trajectoires asiatiques, latino-américaines, est-européennes et perspectives maghrébines :

Profondément dirigiste, la loi portant création de la Bourse des valeurs mobilières de Tunis, considère la Bourse comme « un établissement public à caractère commercial doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière ». L'article premier de cette loi place la Bourse sous la tutelle du « secrétaire d'Etat au plan et à l'économie nationale »<sup>89</sup>.

**35.** Néanmoins, la Bourse de Tunis devait rester moribonde pendant fort longtemps. Le faible rendement de l'économie tunisienne à l'époque, la maigreur de l'épargne nationale à long terme et les faibles capacités des investisseurs privés tunisiens combinés au caractère fermé du marché tunisien ont fait que la Bourse de Tunis est restée inactive pendant une vingtaine d'années<sup>90</sup>.

Cette période a donc connu une bourse à l'implication quasi nulle dans le financement de l'économie nationale laissant le beau rôle à l'Etat et aux banques.

La bourse était ainsi considérée plus comme « un bureau d'enregistrement des transactions qu'un miroir de l'économie ayant sa place dans le financement des entreprises »<sup>91</sup>. La capitalisation boursière qui ne représentait à fin 1986 qu'à peine 1% du PIB, illustre parfaitement la faible importance de la Bourse en cette époque, pas si lointaine<sup>92</sup>.

**36.** Par la suite, le marché financier tunisien a fait l'objet de deux réformes en un laps de temps relativement court.

---

Etudes : pratiques et représentations sociales au Maghreb », Maghreb et sciences sociales 2008, Institut de Recherche sur le Maghreb Contemporain, Ed. l'Harmattan 2008 p. 144.

<sup>89</sup> De plus, l'article 14 de cette loi faisait qu'était placé auprès de la Bourse des valeurs un commissaire du gouvernement désigné par le secrétaire d'Etat au Plan et à l'Economie nationale qui se charge du contrôle de la régularité des transactions et qui assiste à toutes les séances.

<sup>90</sup> **Kossentini (M)**, « Le droit du marché financier à l'heure de l'intégration de la Tunisie dans l'espace euro-méditerranéen », Actes du colloque international « Les implications fiscales et financières de l'association euro-méditerranéenne », Faculté de droit de Sfax, Revue Tunisienne de Fiscalité n°11 2009 p. 178.

<sup>91</sup> **Ben Sassi (M)**, « Marchés financiers », cours 4<sup>ème</sup> année sciences comptables, polycopie, Institut supérieur de gestion Tunis, p 9.

<sup>92</sup> Ibid.

Dans un premier temps, fût promulguée la loi n°89-49 du 9 mars 1989 relative au marché financier. Cette loi a créé un Conseil supérieur du marché financier, un organisme consultatif chargé de conseiller le gouvernement sur les questions en rapport avec le marché financier.

Néanmoins, cette loi a maintenu le statut d'établissement public de la Bourse des valeurs mobilières de Tunis tout en la soumettant à la tutelle du ministre des finances.

**37.** La Bourse de Tunis, ne devait cependant connaître son véritable envol qu'à la suite de sa réorganisation par la loi n°94-117 du 14 novembre 1994. Cette loi a assis les fondations du marché boursier tunisien en séparant pour la première fois les fonctions de contrôle et de gestion du marché boursier.

Ainsi, la gestion est assurée par la Bourse des valeurs mobilières de Tunis qui n'est plus un établissement public mais une société anonyme constituée par les intermédiaires en Bourse. Le capital de cette société dont le minimum est fixé par arrêté du Ministre des Finances, est exclusivement souscrit par les intermédiaires en bourse, intégralement libéré en numéraire et détenu en permanence à égalité par eux sauf dérogation spéciale accordée par le ministre des Finances, aux intermédiaires en bourse personnes physiques<sup>93</sup>.

L'Etat garde néanmoins un pied dans cet organisme : un commissaire du gouvernement nommé par le Ministre des Finances est placé auprès de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis avec pour mission de veiller au respect des dispositions légales, réglementaires ainsi que celles prévues par les statuts de la Bourse.

Il est convoqué à toutes les réunions des organes de délibération et de gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis. Il reçoit communication de toutes les décisions prises avant leur mise en application<sup>94</sup>.

**38.** Le contrôle du marché boursier est, quant à lui, assuré par le Conseil du marché financier. Doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière, le CMF est chargé de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs

---

<sup>93</sup> Article 63 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

<sup>94</sup> Article 66 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

mobilières, produits financiers négociables en bourse et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne. Il est également chargé d'organiser et de veiller au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières et de produits financiers négociables en bourse.

Le Conseil du Marché Financier assure la tutelle des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, les intermédiaires en bourse et la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, sont soumis au contrôle permanent du Conseil du Marché Financier<sup>95</sup>.

**39.** La BVMT comptait en juillet 2012 cinquante-huit sociétés cotées. Pour une capitalisation boursière estimée au terme de l'année 2010, à un montant de 15 282 millions de dinars contre 12 227 millions de dinars à la fin de l'année 2009, enregistrant un accroissement de 25%<sup>96</sup> pour une part dans le PIB atteignant 24,1%<sup>97</sup>.

Néanmoins, le développement du marché boursier tunisien, à l'instar de ses équivalents maghrébins est resté limité. Elles ne sont au total que 135 sociétés cotées sur les marchés maghrébins sur 1500 au niveau arabe. Plus, paradoxalement, les plus grands pays du Maghreb (Algérie et Libye) sont ceux qui ont les plus petits marchés boursiers.

**40.** Et même si les marchés marocain et tunisien partagent de nombreuses caractéristiques, la bourse de Casablanca demeure sept fois plus importante que celle de Tunis.<sup>98</sup> (La capitalisation boursière de la Bourse de Casablanca est de 62,1 milliards \$<sup>99</sup>). Pour l'année 2005 par exemple, la capitalisation boursière de la France<sup>100</sup> était près de dix fois plus importante que celle réalisée par la Tunisie et le double de celle réalisée au Maroc. La

---

<sup>95</sup> Article 23 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994

<sup>96</sup> Bourse de Tunis, Rapport annuel 2010, p. 17.

<sup>97</sup> Bourse de Tunis, Rapport annuel 2010, p. 4.

<sup>98</sup> **Abdelkefi (F)**, « Marchés boursiers au Maghreb : comment les mettre en synergie ? », <http://www.leaders.com.tn/article/marches-boursiers-au-maghreb-comment-les-mettre-en-synergie?id=2435>

<sup>99</sup> AfricanManager, « Tunisie : La valeur de la bourse de Tunis augmente de 100 millions \$ », 5-09-2011, [http://www.africanmanager.com/detArticleP.php?art\\_id=135306](http://www.africanmanager.com/detArticleP.php?art_id=135306)

<sup>100</sup> Chiffres en % du PIB.

capitalisation boursière des Etats-Unis était quinze fois supérieure à celle de la Tunisie et le triple de celle du Maroc<sup>101</sup>.

Surtout, la part des étrangers dans la capitalisation boursière est restée faible. Cette part a même régressé à 20,15% en 2010 et un montant de 3 079 millions de dinars contre une part de 21,92 % et un montant de 2 681 millions de dinars à la fin de 2009<sup>102</sup>. Illustrant ainsi, l'incapacité de la Bourse de Tunis à attirer les investisseurs étrangers.

Les marchés boursiers mondiaux ont donc connu un développement stupéfiant depuis leur invention, il y'a de cela quelques siècles. Mais ce développement ne se fit néanmoins pas de manière continue. Très tôt, des atteintes à la crédibilité de ces marchés furent constatées. Et les premiers scandales ont éclaté.

### **C- Histoire des scandales boursiers**

**41.** L'histoire des marchés financiers est étroitement liée à l'histoire des scandales et Crashes boursiers. Déjà à l'époque romaine la bourse n'avait pas bonne réputation. Déjà en cette époque si lointaine, la valeur des actions fluctuait et les résultats étaient incertains. Cicero<sup>103</sup>faisait d'ailleurs remarquer qu'acheter des actions dans des entreprises publiques était perçu comme un jeu de hasard que les hommes conservateurs évitaient<sup>104</sup>.

**42.** Le premier scandale répertorié remonte aux années 1636 et 1637 : il s'agit du scandale du bulbe de tulipe. Le récit de ce scandale ancien mais tellement actuel est plein d'enseignements : la tulipe, importée depuis l'Asie, est devenue rapidement la fleur à la mode en Hollande, grâce à la multitude de ses couleurs et variétés. La forte demande et la rareté de l'offre sur les premiers bulbes ont fait grimper les prix stimulant l'instinct de jeu de toutes

---

<sup>101</sup> **Zouari (E)**, Op. cit. p. 146.

<sup>102</sup> Bourse de Tunis, Rapport annuel 2010, p. 26.

<sup>103</sup> Marcus Tullius Cicero, Philosophe, homme d'Etat, juriste, orateur, théoricien politique, consul et constitutionnaliste romain (103-43 AV JC), V. **Everitt (A)**, « Cicero : The life and times of Rome's Greatest Politician », Random House Publishing Group 2011.

<sup>104</sup> **Mark Smith (B)**, "A history of the global stock market : from ancient Rome to Silicon Valley", The University of Chicago Press, 2003 p. 11.

sortes de personnes. Les bulbes étaient achetés et revendus des dizaines de fois virtuellement sans même être vues.

Début 1637, après que les prix aient atteint des sommets pharaoniques, la bulle spéculative a éclaté soudainement causant des tragédies pour des centaines de personnes qui y avaient perdu des fortunes. Les pertes étaient telles que tout le système de crédit a été mis en danger<sup>105</sup>.

Il s'agissait là de la première manipulation de valeurs mobilières bien documentée mais bien sur elle était loin d'être la dernière.

**43.** Plus récemment, en France, l'affaire Pechiney-Triangle entama en 1988 une série de scandales. La société Pechiney, leader français de l'aluminium, a lancé en novembre 1988 une Offre publique d'achat sur les titres de la société holding américaine Triangle Industries.

Grâce à des informations privilégiées concernant le projet d'offre publique à lancer par la société Pechiney sur les titres de la société holding américaine Triangle Industries, Roger-Patrice Pelat et MM. Ghanem, Reiplinger, Théret et d'autres personnes réalisèrent des plus-values considérables en achetant puis en revendant sur le marché hors cote de la bourse de New-York des titres de la société Triangle industries. Le cours du titre de cette société était passé de 10 dollars à 56 dollars après l'annonce de l'offre publique de Pechiney le 21 novembre 1988.<sup>106</sup>Cette affaire a pris une tournure d'affaire d'Etat du fait de la participation de personnalités proches du pouvoir et de hauts fonctionnaires à la commission du délit d'initié.

**44.** D'autres scandales sont venus par la suite émailler la vie des marchés boursiers français. Le plus célèbre d'entre ces scandales étant l'affaire Vivendi Universal qui a éclaté en 2002 : En marge du grossissement de la bulle Internet, Vivendi a multiplié à partir de 1999 des investissements hasardeux dans le secteur de la « nouvelle économie ».

---

<sup>105</sup>**Sarna(D-E-Y), Malik (A)**, "History of Greed: Financial Fraud from Tulip Mania to Bernie Madoff", John Wiley and Sons, 2010 p. 16.

<sup>106</sup>**Rontchevsky (N)**, note sous Cass. Crim., 26 octobre 1995, n° 5097, Boubil et autres, Bull. Joly Bourse, 01 mars 1996 n° 2, p. 120.

Pour cacher sa mauvaise santé financière, Vivendi et son président Jean-Marie Messier vont diffuser des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives 2001 et 2002 ainsi que publier de faux bilans pour les exercices 2000 et 2001<sup>107</sup>.

**45.** En Tunisie, le premier scandale retentissant fût celui de BATAM, le fleuron de l'économie nationale à la fin des années 1990.

Le groupe Batam qui était devenu leader national de la grande distribution, à partir de presque rien, avait fini à cause d'une gestion hasardeuse par être placé en redressement judiciaire pour avoir frôlé la cessation de paiements, avec des engagements financiers estimés à environ 300 millions de dinars, mettant à mal au passage la trésorerie de plusieurs banques et d'une multitude de fournisseurs.

Cette affaire fût aussi une catastrophe pour les petits porteurs qui détenaient 37 % du capital de Hela Batam, dont l'action, lancée au prix de 23 dinars lors de son introduction en Bourse, ne valait plus que 2,2 dinars trois ans après, lorsque sa cotation a été suspendue.

Après que l'assemblée générale ait décidé d'un coup d'accordéon<sup>108</sup>, ces actions ne valaient plus rien.<sup>109</sup>

Inexplicablement, les suites judiciaires de cette affaire ne devaient toucher que le commissaire aux comptes poursuivi et condamné pour certification de faux

---

<sup>107</sup>**Turba (V)**, « Comment échapper aux scandales financiers : Histoire récente des fraudes et faillites dans les entreprises multinationales », L'harmattan 2007 p. 59.

<sup>108</sup> Il s'agit d'une opération par laquelle l'assemblée générale décide de réduire le capital, le plus souvent à zéro, avant de procéder à une augmentation de capital. Elle a pour objectif d'apurer une partie du passif social mais présente de grands risques de dilution, voire d'éviction, des associés minoritaires. Et pose le problème de la protection du droit des actionnaires minoritaires face à un coup d'accordéon décidé par les majoritaires. La validité de la technique dite du coup d'accordéon a été affirmée à de nombreuses reprises par la jurisprudence. V. à ce sujet, notamment, **Touvin (S)**, Le coup d'accordéon ou les vicissitudes de capital, PUAM, 2003. ; **Martron (H)**, note sous Cass. Com., 15 juin 2010, n° 09-10961 Sté Maaldrift BV c/ M. X, L.P.A 2011, n°21, p.6 ; **Garçon (J-P)**, note sous Cass. Com., 3 mars 2009, n° 07-20871 (n° 179 FD), X. c/ DG fin. Publiques, Bull. Joly Sociétés, 01 juin 2009 n° 6, p. 552.

<sup>109</sup>**Barrouhi (A)**, « Batam, suite et fin » 04/02/2003,

Jeuneafrique.com <http://www.jeuneafrique.com/Article/LIN02023batamniftee0/>

bilans<sup>110</sup>. Les dirigeants de BATAM n'ont quant à eux pas été inquiétés ni par le CMF ni par les autorités judiciaires.

**46.** Tous ces scandales n'ont rien d'étonnant car les marchés financiers sont un endroit où circule beaucoup d'argent : argent facile diraient certains, argent fou, blanchi, mensonger diraient d'autres, argent roi dans tous les cas. Tout cet argent ne peut qu'attiser la convoitise, ainsi comme le dit si bien Pierre Bézard, président de la chambre commerciale et financière de la Cour de cassation française : « La bourse est au cœur de toute démocratie libérale, elle est un des éléments essentiels de son fonctionnement et de son développement. C'est le lieu où les entreprises recueillent l'argent nécessaire à leur développement et les épargnants la juste rentabilité de leurs investissements. Mais la bourse est un lieu où circule beaucoup d'argent, où des abus peuvent se produire, où des conflits peuvent naître entre entreprises pour la conquête du pouvoir ». <sup>111</sup>

Face à l'émoi suscité dans les opinions publiques par tous ces scandales et à leurs conséquences désastreuses, il y'avait un réel besoin de responsabilisation des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants.

Les autorités publiques ne pouvaient que réagir et un durcissement croissant de la législation allait accompagner la multiplication des scandales.

**47.** Il existe d'ailleurs, historiquement, une forte corrélation entre les scandales boursiers et le renforcement du contrôle des marchés par la promulgation de lois de plus en plus répressives.

En effet, la législation sur la bourse qui date des années 30 aux Etats-Unis était la résultante du Crash boursier de Wall Street de 1929. <sup>112</sup>

Toujours aux Etats-Unis, la faillite retentissante d'Enron a entraîné l'adoption du Sarbanes-Oxley Act<sup>113</sup> par le congrès des Etats-Unis dès le 30 juillet 2002.

---

<sup>110</sup>**Barrouhi (A)**, « Affaire Batam : prolongements judiciaires », 19/01/2004, <http://www.jeuneafrique.com/Article/LIN18014affaiseriai0/actualite-afriqueaffaire-batam-prolongements-judiciaires.html>

<sup>111</sup>**Coscas (G) et Forschbach (Th)**, « Code de la bourse et des sociétés cotées », 1<sup>ère</sup> Ed., Litec 1996 ; préface.

<sup>112</sup>**Vervaele (J)**, « Le contrôle de la bourse et l'incrimination du délit d'initié aux Pays-Bas », Rev. de science criminelle 1993 p. 1.

Une loi qui prévoit des sanctions à la rigueur exceptionnelle. Par exemple, la certification de documents non conformes aux exigences de la loi fait encourir une amende de 5 millions de dollars et/ou un emprisonnement de vingt ans ; la sentence maximale pour une fraude est passée à vingt-cinq ans de prison.<sup>114</sup>

**48.** En France, l'affaire Péchiney a été à l'origine de la loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et la transparence du marché financier. Cette loi avait considérablement enrichi le droit boursier français en comblant certaines carences de la législation et conduit à l'aggravation de la répression du délit d'initié ainsi qu'au renforcement des pouvoirs de la COB<sup>115</sup>.

Néanmoins, il faut croire que l'adoption de cette loi n'avait pas suffi à arrêter les dérives. Car quatorze ans plus tard, le législateur français a adopté une nouvelle loi à l'intitulé et à l'objet bien proche. Il s'agit de la loi n° 2003-706 de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 qui tend une nouvelle fois à restaurer la confiance indispensable au bon fonctionnement des marchés financiers. Cristallisant ainsi, la réponse française aux scandales financiers et comptables et autres extravagances de grandes sociétés cotées qui ont entaché les années 2001 et 2002, suivant en ce les Etats-Unis qui avaient précédemment adopté la loi Sarbanes-Oxley de 2002.<sup>116</sup>

**49.** En Tunisie, et à la suite de l'affaire Batam, les voix se sont élevées, demandant plus de transparence et une meilleure gouvernance des sociétés cotées en bourse. Le législateur a fini par suivre le pas de ces homologues français et américain et adopta la loi n° 2005-96 du 18 octobre 2005 relative au renforcement de la sécurité des relations financières.

---

<sup>113</sup>**Descheemaeker (P)**, « Nouvelle régulation internationale des sociétés cotées : les principales dispositions du Sarbanes-Oxley Act of 2002 », Bull. Joly 2003.5 ; **Hurstel (D) et Mougel (J)**, « La loi Sarbanes-Oxley doit-elle inspirer une réforme du gouvernement d'entreprise en France ? », Rev. sociétés 2003.13

<sup>114</sup>**Haschke-Dournaux (M)**, « Les voies de la réforme du droit pénal des sociétés », Bull. Joly Sociétés, 1 avril 2003 n° 4, p. 377.

<sup>115</sup>**Rontchevsky (N)**, note sous Cass. Crim., 26 octobre 1995, n° 5097, Boubilil et autres, Bull. Joly Bourse, 01 mars 1996 n° 2, p. 120.

<sup>116</sup>**Rontchevsky (N), Storck (M)**, « Une tentative française de restaurer la confiance en matière financière : le volet financier de la loi n° 2003-706 de sécurité financière », R.T.D. Com. 2003 p. 758.

**50.** Au final, l'étude de l'histoire des marchés boursiers démontre qu'en parallèle de leur développement fantastique et de leur importance croissante dans les économies mondiales, des scandales éclatants n'ont cessé de les émailler.

Des scandales à l'impact impressionnant sur le marché. En effet, ces scandales ont causé des chutes boursières qui dépassent l'ampleur de la chute boursière survenue après les attentats du 11 septembre 2001<sup>117</sup>. Ces fraudes menacent, ainsi, l'existence même de ces marchés. De la lutte contre ces fraudes dépend, donc, la survie de ces marchés.

**51.** Cette lutte passe certainement par une responsabilisation des principaux acteurs de ces marchés : les sociétés cotées en bourse et leurs dirigeants. Mais aussi, cette étude historique démontre aussi que sanction à elle seule, qu'elle soit pénale, administrative ou civile ne peut à elle seule garantir la transparence, l'intégrité et la sécurité du marché boursier. Le combat se doit aussi d'être engagé sur d'autres terrains : ceux de l'amélioration de la gouvernance et du contrôle interne de ces sociétés.

### **III- Intérêts de la recherche**

**52.** Aujourd'hui, que de par le monde, une prise de conscience s'opère de la nécessité d'une responsabilisation accrue des sociétés cotées et de leurs dirigeants afin de restaurer la confiance du public dans les marchés boursiers. A présent, qu'en Tunisie, une volonté claire d'en finir avec une ère d'impunité, se dessine. L'étude de ce sujet démontre tout son intérêt. En effet, une analyse de la législation et de la jurisprudence françaises dans ce domaine, de leurs imperfections et de leurs évolutions est de nature à inspirer une expérience tunisienne qui en est encore à ses premiers balbutiements.

**53.** L'intérêt du sujet réside surtout, dans sa virginité. Du moins en Tunisie, où peu ou pas d'ouvrages sont consacrés au droit boursier. Aucun, ne s'est

---

<sup>117</sup>Turba (V), Op.cit. p 45.

intéressé à la responsabilité spécifique des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants.

**54.** Notre sujet a, en outre, un double intérêt théorique et pratique. Pratique, tout d'abord, car avec l'ouverture des marchés sur le monde, la multiplication des lois et des réglementations boursières, on s'attend à un accroissement du contentieux boursier. Cette étude espère éclairer sur les conditions de la mise en œuvre de la responsabilité des sociétés cotées et de leurs dirigeants et sur les fonctions que peut remplir cette responsabilité.

Théorique, ensuite. Car le droit boursier est un droit qui évolue de jour en jour en intégrant jurisprudence et pratique<sup>118</sup>. Mais en Tunisie ce droit semble figé. En tous cas, il n'évolue pas assez rapidement pour pouvoir appréhender les changements profonds, présents et futurs, que subissent et que continueront à subir ces marchés.

**55.** En présence de textes législatifs techniques, à la rédaction souvent maladroite. En l'absence de toute jurisprudence, qu'elle soit judiciaire ou administrative. En la rareté des contributions doctrinales : cette impression de vide dont souffre ce droit en Tunisie ne peut qu'être renforcée.

Cette étude se veut donc comme une modeste contribution ayant pour vocation de proposer certaines réformes qui semblent nécessaires pour préserver la sécurité, l'intégrité et la transparence des marchés boursiers, tunisiens et français.

**56.** Aussi, la comparaison entre droits tunisien et français revêt un intérêt particulier dans le domaine boursier.

En premier lieu, une société tunisienne peut très bien prétendre à une double cotation à la bourse de Tunis et à la Bourse de Paris. Il importe donc de connaître les spécificités et les différences entre les législations des deux

---

<sup>118</sup>**Simon (F-L)**, « Le juge et les autorités du marché boursier », Bibliothèque de droit privé Tome 427, LGDJ 2004, p. 7.

places boursières car les entreprises tunisiennes devraient en prendre compte au moment de leur prise de décision<sup>119</sup>.

Ensuite, le recours au droit français est de nature à éclairer l'interprétation des règlements boursiers tunisiens. En effet, ces textes qui s'inspirent très largement des textes français, partagent avec eux certaines insuffisances et ambiguïtés qui ont été surmontées par la jurisprudence française. En l'absence de toute jurisprudence tunisienne en la matière, le chercheur désireux d'interpréter les lois régissant la législation boursière trouvera dans le droit français, un secours certain.

Enfin, cette comparaison s'avère d'autant plus intéressante, qu'il s'agit d'analyser les résultats que donne l'application de textes législatifs, somme toute similaires<sup>120</sup>, à des contextes différents. En effet, d'un côté, notre étude porte sur un marché émergent et sur un monde des affaires à tendance familiale, habitué à l'opacité<sup>121</sup>. Et un contrôle exercé par un Etat autoritaire à la justice et à l'administration peu indépendante, dans lesquels les relations entre les hommes d'affaires et les politiques sont d'ordre intime.

De l'autre côté, notre analyse porte sur un marché développé, rôdé aux différents scandales boursiers. Un marché aux solides traditions et aux rouages bien huilés. Et un contrôle exercé par un Etat de droit, certes pas parfait, mais à la justice indépendante et à l'administration plus ou moins indépendante qui peuvent résister aux connivences entre milieux des affaires et politiques.

Les disparités on le verra, ne manquent pas.

---

<sup>119</sup>Par exemple, l'introduction de Tunisie Telecom aux bourses de Tunis et de Paris était programmée mais a été annulée suite aux événements survenus en Tunisie, le 14 janvier 2011. D'autres doubles cotations peuvent se produire à l'avenir.

<sup>120</sup> Des différences entre les deux droits sont à retenir toutefois, elles seront explicitées au fur et à mesure que nous avançons dans notre analyse.

<sup>121</sup>Les sociétés tunisiennes qui sont longtemps restées réticentes à l'introduction en bourse à cause de toutes les obligations de transparence, se retrouvent aujourd'hui obligées d'y avoir recours à cause des difficultés d'accès au financement bancaire.

#### **IV- Délimitation du sujet**

**57.** Une précision méthodologique préalable est nécessaire. Notre étude se concentrera sur les principaux types de responsabilité que sont susceptibles d'encourir les sociétés cotées en bourse et leurs dirigeants.

Elle ne consiste pas en un travail qui a pour objet de dresser une liste exhaustive des différents délits et manquements. Il sera uniquement question d'analyser les principaux délits et manquements boursiers. Ainsi que les mécanismes permettant d'engager la responsabilité civile des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants. Il sera aussi question des fonctions de cette responsabilité et de son impact sur la transparence et l'intégrité des marchés boursiers.

#### **V- Pourquoi du droit comparé ?**

**58.** C'est à une époque caractérisée par une inébranlable foi envers le progrès que l'expression droit comparé fit son apparition en 1900, année de l'exposition universelle à Paris. Edouard Lambert et Raymond Saleilles créèrent alors le « Congrès International de Droit Comparé ». L'objet premier de ce droit consistait selon Lambert en la « réduction du nombre des divergences juridiques consécutives à des incidents historiques ou à des circonstances temporaires ou contingentes »<sup>122</sup>. Par la suite, les deux guerres mondiales ont pris soin de détruire cette croyance en un droit universel. Mais le développement du droit comparé ne s'est pas arrêté ; ce droit s'est au contraire développé de manière constante.

**59.** Il n'empêche, l'expression « droit comparé » n'a, en soi, aucune signification car il n'existe pas un droit qui serait comparé. René David n'écrivait-il pas que « l'expression droit comparé est une expression malheureuse, qu'il aurait mieux valu et qu'il vaudrait mieux

---

<sup>122</sup>**Lambert (E)**, « Conception générale et définition de la science du Droit comparé », Congrès international de droit comparé, tenu à Paris du 31 juillet au 4 août 1900 ; Procès verbaux des séances et documents, Vol. I, Paris 1905 p. 47.

éviter »<sup>123</sup> ? Toujours selon René David, l'expression droit comparé « invoque l'idée d'une discipline autonome, et dissimule sa dépendance des études de droits étrangers »<sup>124</sup>.

**60.** Au-delà de cette discussion sans grand intérêt, les bonnes raisons amenant à pratiquer du droit comparé sont multiples. La première et la plus simple d'entre elles découle d'un raisonnement par l'absurde : ne pas pratiquer le droit comparé ne supposerait-il que l'on se cantonne, qu'on se limite chacun à notre propre droit national ? Or tout droit national ne peut se développer, s'enrichir dans un milieu clos, autosuffisant et immuable<sup>125</sup>. D'ailleurs, le processus de mondialisation oblige tout juriste à quitter son cocon national : les frontières sont de plus poreuses à plusieurs niveaux. Il n'est d'ailleurs pas nécessaire de franchir physiquement les frontières pour tomber sous le coup d'une législation étrangère. Pratiquer le droit comparé appert alors comme indispensable à l'enrichissement de toute étude en droit.

**61.** D'ailleurs, le recours au droit comparé, semble encore plus indispensable lorsqu'il s'agit de mener une étude ayant pour cadre le droit boursier. Ce cadre nécessite plus que d'autres droits, plus que le droit des sociétés par exemple, une ouverture aux législations boursières de divers pays.

L'expérience montre, en effet, que les multinationales se satisfont, voire profitent du jeu de la territorialité des droits. Le droit boursier du fait de l'utilisation des nouvelles technologies informatiques permettant le traitement des opérations de marché en temps réel et à partir de n'importe quelle place, est en marche vers la mondialisation. L'ouverture des marchés doit s'accompagner d'une ouverture du droit vers les autres. Mais si l'ouverture vers les autres est devenue un impératif, elle ne peut se contenter de coopération des autorités de marché. Aller plus loin est indispensable, « il faut œuvrer à plus long terme par la science comparative. Seule celle-ci permet d'avoir un regard riche et constructivement critique sur notre propre droit et

---

<sup>123</sup> **David (R)**, « Traité élémentaire de droit civil comparé », Paris L.G.D.J 1950 p. 3.

<sup>124</sup> **David (R)**, « Traité élémentaire de droit civil comparé », Paris Op. cit. p. 8.

<sup>125</sup> **Gerken (J-F)**, « Droit privé comparé », Ed. Larcier, Bruxelles 2007 p. 14.

nos pratiques »<sup>126</sup>. Cette ouverture est d'autant plus nécessaire, que le droit boursier est une construction nouvelle, qui évolue jour après jour au fil des affaires, et que cette construction « ne peut plus guère se faire sur les soubassements du passé mais par le passage obligé, instantané, quasi immatériel des frontières. Dès lors, l'histoire du droit a perdu sa fonction inspiratrice du législateur œuvrant pour l'avenir ; c'est la géographie du droit comparé qui peut l'aider à construire les normes du futur»<sup>127</sup>.

## 62. Mais pourquoi alors choisir le droit français ?

La première raison est certes d'ordre historique : il est vrai que les juristes tunisiens ont depuis longtemps cette habitude d'aller s'inspirer du droit français. Ils ne sont d'ailleurs pas les seuls à le faire car la France, « pays de la grande et belle codification napoléonienne »<sup>128</sup>, attire depuis fort longtemps des juristes de tous bords, qui viennent s'inspirer du système juridique français<sup>129</sup>. Mais les raisons du choix du droit français vont au-delà de cette raison historique : la nécessité pour la Tunisie de s'intégrer dans son environnement méditerranéen et l'obligation d'harmoniser son droit avec les droits européens, du moins en matière de droit des affaires, donne tout son sens au choix du droit français. Un droit qui en matière boursière s'avère conforme au droit européen. Et plus le processus d'intégration de la Tunisie dans son environnement avancera plus l'harmonisation de son droit devra être profonde.

Cette comparaison est de nature à nous éclairer sur les particularités et sur les failles de notre droit. Dans un environnement international ultra concurrentiel, il est nécessaire pour chaque pays qui entend attirer des investisseurs étrangers de concevoir un système juridique capable de les protéger tout en préservant un équilibre délicat.

---

<sup>126</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Pourquoi du droit comparé boursier ? », L.P.A, 15 juin 1994 n° 71.

<sup>127</sup> Ibid.

<sup>128</sup> Ibid.

<sup>129</sup> Ibid.

## VI- Problématique et plan : Un équilibre à préserver

**63.** L'introduction en bourse, est avantageuse pour une société, on l'a dit. Des gains stratégiques, financiers, de notoriété... découlent d'une telle opération. Il reste que l'introduction d'une société en bourse a des effets juridiques considérables sur la vie de la société et fait peser sur les dirigeants bon nombre d'obligations, notamment en matière d'information financière, dont le respect implique une attention accrue de leur part. Des arbitrages délicats s'imposent, nécessitant beaucoup de temps et de concentration<sup>130</sup>.

Aussi, l'introduction d'une société en bourse implique pour elle la nécessité de mettre en place une organisation interne susceptible de répondre aux obligations légales et réglementaires.

De surcroît, les crises financières et les scandales boursiers successifs n'arrangent en rien les choses. Car ils entraînent une rigueur croissante de la législation régissant la matière. Ainsi, une tendance semble se dessiner dans les marchés financiers internationaux vers une mise en cause plus fréquente de la responsabilité des sociétés cotées et de leurs dirigeants<sup>131</sup>.

**64.** Les autorités boursières semblent faire preuve d'une sévérité accrue et la menace pénale semble omniprésente. Alors que la responsabilité civile demeure d'actualité.

Encadrer les marchés est vital, on l'a dit. Et la place de la sanction est primordiale dans cet encadrement. Car « sans sanction, il n'y a pas de régulation crédible, sans régulation crédible, pas de confiance, sans confiance, pas de marché »<sup>132</sup>.

Il n'en reste pas moins qu'un équilibre est à trouver. Surtout, en Tunisie, où les entreprises hésitent souvent à franchir le pas et à s'introduire en bourse à cause des multiples obligations qui en découlent. Il ne faut pas, que les sanctions potentielles puissent dissuader du recours à ces marchés boursiers.

---

<sup>130</sup> **Maréchal (A)**, « La responsabilité des dirigeants des sociétés cotées en matière d'information financière », Droit des sociétés, Ed. du Juris-Classeur, Août-septembre 2001 p. 11.

<sup>131</sup> Ibid.

<sup>132</sup> **Jouyet (J-P)**, « La place de la sanction dans la régulation des marchés financiers », Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2009 n° Spécial, p. 419.

**65.** Légiférer dans ce domaine, n'est donc pas chose aisée. Il ne faut pas, en effet, oublier que les marchés financiers et le marché boursier en particulier, ont désormais une importance capitale pour l'économie des pays industrialisés.

C'est pour cela qu'« Il n'en faut pas trop pour ne pas entraver sans raison majeure la liberté d'initiative et de transaction<sup>133</sup>. Mais, il en faut suffisamment pour assurer le respect du principe, de transparence et d'égalité de traitement sans lequel le marché serait discrédité et déserté»<sup>134</sup>.

**66.** La problématique principale posée dans le cadre de la présente thèse est donc celle de savoir quels mécanismes de la responsabilité des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants, mettre en place en vue d'atteindre le difficile équilibre entre la recherche de transparence et de légalité au sein des marchés boursiers et la préservation de la liberté d'entreprendre ?

**67.** La théorie de la responsabilité est certainement nécessaire et utile pour assurer l'équilibre recherché. Son intervention « à posteriori » garantit une efficacité certaine. Il n'en demeure pas moins qu'une analyse du droit positif révèle qu'une telle technique sous toutes ses applications : pénale, administrative et civile, n'a qu'une efficacité limitée. L'équilibre recherché tient aussi inévitablement à une intervention « à priori », interne à la société cotée en bourse. Celle-ci devra inévitablement être amenée à se doter d'une organisation interne capable d'instaurer une bonne gouvernance en son sein. Ce n'est qu'à travers la conjugaison de ses deux techniques qu'il est possible d'atteindre un réel équilibre.

**68.** Répondre à la problématique, et établir l'exactitude de cette hypothèse de recherche nécessitera d'étudier les conditions d'imputation des responsabilités

---

<sup>133</sup> Sur la relativité de la liberté du commerce et de l'industrie, V. **Ben Mrad (H)**, « La liberté du commerce et de l'industrie », Thèse pour le doctorat d'Etat en droit, Faculté de droit et de science politique de Tunis 1998 pp. 12 et s., dactyl.

<sup>134</sup> **Coscas (G), Forschbach (Th)**, Code de la bourse et des sociétés cotées, 1<sup>ère</sup> Ed., Litec 1996, préface.

pénale, administrative et civile aux sociétés cotées et à leurs dirigeants. Et d'analyser, l'efficacité de ces sanctions.

Ainsi, on essaiera de démontrer que du fait de la difficulté de sa mise en œuvre, des différentes lacunes textuelles et de la lourdeur des juridictions judiciaires, la sanction pénale apparaît comme inadaptée au contexte des marchés boursiers, qu'ils soient tunisien ou français. On plaidera, toutefois, pour le maintien de ces sanctions à la faveur de leur fort effet dissuasif **(Première partie)**.

Il semble, par contre, que la responsabilité administrative est mieux adaptée au marché boursier. Seules les autorités de régulation du marché disposent des connaissances, compétences et moyens nécessaires à une bonne compréhension du marché. Seules ces autorités peuvent de ce fait sanctionner rapidement et efficacement les manquements à la législation boursière **(Deuxième partie)**.

Toutefois, la sanction à caractère administratif ne peut à elle seule suffire. Surtout, que les autorités de marchés tunisienne et française ne disposent pas de la faculté d'indemniser les victimes des infractions boursières. Seule une réactivation de la responsabilité civile des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants, peut permettre de réparer le préjudice subi par ces victimes **(Troisième partie)**.

# **PREMIERE PARTIE**

**La répression pénale :  
Inadaptée mais nécessaire**

**69.** « Si vis pacem para bellum<sup>135</sup> », cette maxime résume bien l'état d'esprit qui prévalait déjà chez les romains des siècles avant notre ère. Ceux-ci pensaient qu'on pouvait forcer la paix en rendant les conséquences de la guerre trop coûteuses pour un attaquant. C'est sûrement aussi, l'état d'esprit du législateur lorsqu'il édicte des sanctions pénales. Il pense en procédant ainsi empêcher quelqu'un de commettre un crime par la peur des conséquences potentielles. Par la sanction édictée, il espère bien qu'un très grand nombre d'individus, impressionnés par les sanctions, se soumettront à la loi. L'effet d'intimidation dissuade du non-respect de la norme<sup>136</sup>.

Cette réflexion prend tout son sens lorsqu'il s'agit de réglementation des marchés financiers. Car, en vue d'obtenir le respect de la réglementation financière, le législateur contemporain a recours volontiers à la répression pénale.

**70.** En effet, les marchés financiers sont un univers où le droit pénal est très présent. Le panel d'infractions que sont susceptibles d'encourir les opérateurs du marché financier est édifiant. Il y'a d'abord, les incriminations de droit commun à l'image de l'escroquerie<sup>137</sup>, de l'abus de confiance<sup>138</sup>. A ces incriminations générales, viennent s'ajouter une pléiade d'« incriminations spécifiques aux activités boursières »<sup>139</sup>. Du délit d'atteinte au monopole en matière financière au délit d'initié en passant par le délit de fausse information, la liste des incriminations est conséquente.

Mais, cette pénalisation des marchés boursiers français et tunisiens est relativement récente car ces marchés ont été pendant très longtemps à l'abri de l'ingérence du droit pénal.

---

<sup>135</sup> « Si tu veux la paix, prépares toi à la guerre ». Phrase extraite de *Rei Militaris Instituta* ou *Epitoma Rei Militaris* (Abrégé des questions militaires), probablement rédigé au tout début du Ve siècle par Végèce (Flavius Vegetius Renatus) qui est un écrivain militaire romain de la fin du IVe siècle et du début du Ve.

<sup>136</sup> **Bouloc (B)**, « La dépénalisation dans le droit pénal des affaires », D. 2003 p. 2492.

<sup>137</sup> Article 313-1 du nouveau code pénal français et article 291 du Code pénal tunisien

<sup>138</sup> Article 314-1 du nouveau code pénal français et article 297 du code pénal tunisien

<sup>139</sup> **Ducouloux-Favard (C), Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Joly Ed. 1997 p. 1, en Tunisie, certains de ces délits sont prévus par l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

**71.** En France, l'intervention de la sanction pénale est restée, jusqu'à un passé pas très lointain, limitée à la sanction de l'agiotage et des atteintes au monopole en matière financière<sup>140</sup>. Les opérations boursières n'étaient ainsi soumises à aucun contrôle propre et bénéficiaient d'une liberté pratiquement absolue<sup>141</sup>.

Le droit français était alors très en retrait par rapport au droit des États-Unis qui, dès 1933, avait investi la Securities and Exchange Commission du pouvoir de sanctionner ou de déférer à l'autorité judiciaire les auteurs de certaines opérations boursières frauduleuses<sup>142</sup>.

Cette lacune législative était exploitée par des spéculateurs pour réaliser des profits parfois considérables ne résultant pas de leur intelligence et du jeu normal du marché. A l'époque, « Les pouvoirs publics et l'opinion ne s'en émouvaient guère car la bourse était un phénomène relativement marginal, attirant peu de sociétés et d'épargnants »<sup>143</sup>.

**72.** Mais les différents scandales qui ont émaillé la vie financière des dernières décennies ont forcé le législateur à réagir.

C'est ainsi que l'ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967 a créé la Commission des opérations de bourse. Très rapidement, l'autorité boursière ainsi créée, constata que les dispositions du Code pénal et de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales étaient inadaptées à la sanction des opérations réalisées frauduleusement sur les marchés boursiers. Aussi proposa-t-elle une refonte de l'ordonnance de 1967 qui fut réalisée par la loi n°70-1203 du 23 décembre 1970<sup>144</sup>.

---

<sup>140</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. p. 8.

<sup>141</sup> **Puech (M)**, « La Commission des opérations de bourse et la surveillance du marché boursier au regard du droit pénal », Mélanges en l'honneur de Bastian D, T. 1, Litec, 1974, p. 212.

<sup>142</sup> **Rontchevsky (N)**, « Droit pénal boursier », G.P., 12 mars 2002 n° 71, p. 15.

<sup>143</sup> Ibid

<sup>144</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. p.3.

Cette loi sonna le glas de l'ère de l'impunité en créant deux délits : le délit d'initié et le délit de fausse information. D'autres délits ont ensuite été institués, la législation française comptant à ce jour six principaux délits boursiers.

**73.** Le législateur est même allé jusqu'à introduire ce qu'un auteur a qualifié de «délit de dîner en ville»<sup>145</sup>, dans une représentation formidable du «rôle du fait divers dans la création du droit»<sup>146</sup>.

Ainsi, à la suite du scandale Péchiney-Triangle<sup>147</sup>, la loi n°89-531 du 2 août 1989 sur la sécurité et la transparence du marché financier a créé le délit de communication d'informations privilégiées<sup>148</sup> qui a instauré une forme de secret professionnel en matière boursière. Le législateur a en effet sanctionné pénalement la seule révélation d'une information privilégiée par un initié<sup>149</sup>.

**74.** Cette même année 1989 a connu l'introduction des délits boursiers en droit tunisien. La loi n°89-49 du 8 mars 1989 relative au marché financier a, en effet, prévu un certain nombre d'infractions susceptibles d'engager la responsabilité pénale des contrevenants à la législation boursière. Ainsi, cette loi prévoyait déjà au sein de son article 43 l'incrimination des délits de diffusion d'une fausse information, de manipulation de cours et d'initié.

Ensuite, l'adoption de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier fût une occasion pour modifier et reformuler les textes d'incrimination de ces différents délits et de prévoir une nouvelle incrimination boursière : celle du délit de communication d'une information privilégiée.

Ainsi, la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier, s'est efforcée de n'exclure aucun délit de la sphère de la répression.

---

<sup>145</sup> **Viandier (A)**, « O.P.A., O.P.E. et autres offres publiques », Francis Lefebvre, 1999, n° 865.

<sup>146</sup> **Viandier (A)**, « Sécurité et transparence du marché financier », J.C.P. 1989. I. 3420, n° 4.

<sup>147</sup> V. supra p. 30.

<sup>148</sup> Article 10-1, alinéa 2, ordonnance du 28 septembre 1967 devenu article L. 465-1, alinéa 2, du Code monétaire et financier.

<sup>149</sup> **Rontchevsky (N)**, « Droit pénal boursier », Op.cit. p. 15.

Le dispositif légal tunisien en matière financière n'est donc pas avare en incriminations. L'arsenal de délits sanctionnables n'a pas grand-chose à envier aux différentes autres législations étrangères.

**75.** Mais voilà, depuis et malgré les différents scandales qui ont émaillé la vie des marchés boursiers tunisiens, la norme pénale en matière boursière n'a pas vraiment évolué. Comme si le législateur ne pensait pas que c'était la voie à suivre pour atteindre l'objectif de transparence et de sécurité des marchés de capitaux.

Car, les différentes lacunes des textes portant répression des infractions boursières à la transparence des marchés financiers, la légèreté des sanctions édictées et la mise en œuvre laxiste de la responsabilité pénale en la matière paraissent confirmer le peu d'entrain des marchés financiers tunisiens pour la sanction pénale.

Veut-on une preuve supplémentaire de cette orientation législative ? Elle est facile à apporter. En édictant la loi n° 2005-96 du 18 octobre 2005, une loi qui vise au renforcement de la sécurité des relations financières, le législateur n'élabore que peu de dispositions pénales.

Ainsi, quelques dispositions de cette loi touchent les dirigeants de sociétés cotées<sup>150</sup>.

La première incrimination concerne le délit d'entrave aux travaux du commissaire aux comptes. L'article 11 de cette loi punit d'une peine d'emprisonnement de six mois et d'une amende de cinq mille dinars ou de l'une des deux peines, tout dirigeant d'une société commerciale ou d'un GIE qui entrave les travaux du ou des commissaires aux comptes ou qui refuse de fournir, à leur demande, par tout moyen qui laisse une trace écrite, les documents nécessaires à leurs missions.

---

<sup>150</sup> V. à ce propos : **عبدالله الاحمدى**, "الأحكام الجزائية للقانون المتعلق بتدعيم سلامة العلاقات المالية"، ملتقى تدعيم سلامة العلاقات : **المالية المعهد الأعلى للقضاء**، ص 70.

Ensuite, l'article 25 prévoit une peine d'amende allant de 500 à 2.000 dinars pour les présidents directeurs généraux, les directeurs généraux, les administrateurs ainsi que les intermédiaires en bourse qui auront sciemment émis, proposé à la souscription ou mis en vente des valeurs mobilières ou produits financiers de sociétés faisant appel public à l'épargne sans avoir publié un prospectus destiné à l'information du public<sup>151</sup>.

**76.** Législations tunisienne et française semblent alors avoir suivi deux voies différentes.

Car la législation boursière française n'a cessé de se durcir suivant en cela non seulement l'importance croissante des marchés financiers dans la vie économique française mais aussi la cadence du tapage médiatique fait autour des infractions boursières.

Depuis les premières incriminations introduites en droit français par la loi n°70-1203 du 23 décembre 1970, on a assisté à une extension et une aggravation constantes de la répression en matière d'infraction boursières, qui répondent au développement considérable des transactions réalisées sur le marché financier et à une exigence des investisseurs.<sup>152</sup>

Une tendance qui s'explique aisément. Afin d'encourager les épargnants à investir dans des instruments financiers, au rôle de plus en plus important dans le financement des entreprises, il fallait protéger l'épargne investie sur

---

<sup>151</sup> D'autres sanctions pénales prévues par cette loi ne concernent pas directement les dirigeants de sociétés cotées. Ainsi, l'article 25 de cette loi punit d'une peine d'emprisonnement allant de 16 jours à un an et d'une amende de deux mille à vingt mille dinars ou l'une des deux peines, toute personne ou tout dirigeant de droit ou de fait qui exerce l'activité de gestion de portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte des tiers sans avoir obtenu un agrément ou continue cette activité après le retrait de l'agrément.

De même, est puni d'une amende de deux mille à vingt mille dinars, tout dirigeant d'un établissement de crédit ou de tout intermédiaire en bourse qui ne procède pas à la déclaration de l'activité de gestion de valeurs mobilières pour le compte de tiers au CMF dans un délai d'un mois à compter du commencement de l'activité.

<sup>152</sup> **Rontchevsky (N)**, « Révision des délits et manquements boursiers », Banque et Droit, Juillet-Août 2006, p.12.

les marchés financiers en veillant à la transparence et à la fiabilité de ces marchés. La répression étant l'arme favorite du législateur en la matière.

En renforçant les sanctions, le législateur espérait moraliser les marchés financiers. Mais en procédant de la sorte, le législateur contribue au mouvement de « l'inflation pénale »<sup>153</sup>. Car le législateur semble avoir commis, l'erreur de légiférer à partir d'un cas particulier, d'un abus isolé. En oubliant que « les lois inutiles affaiblissent les lois nécessaires »<sup>154</sup>.

**77.** La tendance à une pénalisation rigoureuse des marchés boursiers est encore plus prononcée aux Etats-Unis. Le Sarbanes-Oxley Act du 30 juillet 2002, dont s'est inspiré le législateur tunisien lors de l'élaboration de la loi du 18 octobre 2005 prévoit des sanctions d'une rigueur exceptionnelle. Par exemple, la certification de documents non conformes aux exigences de la loi fait encourir une amende de 5 millions de dollars et/ou un emprisonnement de vingt ans ; la sentence maximale pour une fraude passe à vingt-cinq ans de prison<sup>155</sup>.

**78.** Malgré cette tendance, en Tunisie, la répression pénale en matière boursière est restée marginalisée. Cette arme indispensable au rétablissement de l'intégrité et de la transparence des marchés boursiers est en Tunisie, telle une épée au manche vacillant et à la lame émoussée. Entre des textes lacunaires et une mise en œuvre improbable, le pouvoir de dissuasion qu'elle opère est quasiment nul.

D'ailleurs, l'analyse minutieuse des dispositions législatives boursières tunisiennes et françaises stigmatise cette différence qui se manifeste aussi bien au niveau du domaine de la responsabilité pénale des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants, que de sa mise en œuvre.

---

<sup>153</sup> **De Bresson (J-J)**, « Inflation des lois pénales et législation ou réglementations techniques », Rev. sciences criminelles 1985, p. 241 ; **Delmas-Marty (M)**, « L'enjeu d'un code pénal, réflexions à propos de l'inflation des lois pénales en France », Mélanges Legros, Ed. de l'Université de Bruxelles, Faculté de droit, 1985, p. 165.

<sup>154</sup> **Montesquieu**, « De l'esprit des lois », Ed. Nathan 1997.

<sup>155</sup> **Haschke-Dournaux (M)**, « Les voies de la réforme du droit pénal des sociétés. » Bull. Joly Sociétés, 1 avril 2003 n° 4, p. 377.

Certes, les sanctions sont nécessaires pour assurer la légalité au sein des marchés financiers car il faut admettre que les sociétés cotées en bourse et leurs dirigeants ne sont certainement pas des saints. Ils n'obéissent, en leur majorité qu'à une logique de profit et la légalité ne fait pas souvent partie de leurs préoccupations les plus pressantes.

**79.** Mais, il ne s'agit pas de punir pour calmer les esprits échaudés d'une population outrée par les scandales répétés au lendemain d'une crise financière ou d'une faillite retentissante. Il faut que ces sanctions soient adaptées, efficaces et qu'elles permettent d'atteindre le but qu'on leur a imparti. Peut-on en dire autant pour les sanctions pénales appliquées aux marchés financiers ?

La réponse à cette interrogation ne pouvait émaner que d'une analyse approfondie des droits français et tunisien. Une étude qui nous laisse, malgré la similitude apparente des textes, l'impression d'une disparité prononcée.

Le constat est assez paradoxal. Entre un marché financier émergent qui ne connaît pas la répression pénale et un autre développé où la sanction pénale affirme régulièrement sa présence.

Cette disparité se manifeste aussi bien au niveau du domaine de la responsabilité (**Chapitre I**) qu'au niveau de la mise en œuvre de la responsabilité à l'égard des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants (**Chapitre II**).

# CHAPITRE I

## DES DOMAINES DIFFERENTS

**80.** On dit qu'on mesure le degré de civilisation d'un Etat à la minceur de son droit pénal, que c'est de cette minceur qu'on peut déduire le degré d'harmonie entre ces citoyens.

Si cette affirmation est vraie, le monde de la finance français serait alors un monde qui aurait régressé du siècle des lumières au stade du moyen âge. Ce serait un monde sous développé, en perpétuelle dégradation. Ce serait un monde où transparence et légalité feraient cruellement défaut.

Car en France, le sens général est à l'accroissement et à la complexification des obligations qui pèsent sur les sociétés et leurs dirigeants, l'impression de « vide » législatif en la matière a maintenant fait place à une impression de « trop plein », voire de confusion<sup>156</sup>.

Le droit pénal est, omniprésent dans la vie des marchés financiers français. D'ailleurs, il n'est guère étonnant que les marchés financiers n'aient pas bénéficié de la vague de dépénalisation qui s'est emparée récemment du droit des affaires.

L'omniprésence du droit pénal fait que les sanctions ne concernent pas uniquement les dirigeants sociaux (**Section 1**) mais touchent aussi les sociétés cotées en bourse.

**81.** Au contraire, en Tunisie, le droit pénal n'a pas une grande place dans la vie des marchés financiers. La législation tunisienne manque de rigueur et paraît insuffisante à garantir l'intégrité du marché boursier tunisien. Une insuffisance dont la manifestation la plus flagrante consiste en l'irresponsabilité pénale des sociétés cotées en bourse (**Section 2**).

---

<sup>156</sup> **De Vauplane (H) et Bornet (J-P)**, « Droit des marchés financiers », Litec, 3<sup>ème</sup> Ed. 2001 p. 899.

## SECTION I

### LES DIRIGEANTS SOCIAUX : DES SITUATIONS DIFFERENCIEES

**82.** La nécessité de préserver le bon fonctionnement des marchés financiers, de protéger l'épargne publique et de défendre l'ordre public boursier impose une répression efficace des atteintes à leur égard. L'efficacité de cette répression suppose, par ailleurs, une responsabilisation des dirigeants des principales actrices des marchés boursiers que sont les sociétés cotées en bourse.

Néanmoins, cette nécessité ne semble pas être prise en compte, en Tunisie. Car la caractérisation des délits boursiers à l'égard des dirigeants de sociétés cotées pourrait se révéler problématique. En effet, la rédaction du principal texte d'incrimination<sup>157</sup> paraît quelque peu discutable. Des imperfections et des incohérences risquent fort de compliquer la caractérisation des opérations d'initié et des manipulations de marchés.

Ces lacunes, accentuées par l'absence de toute jurisprudence relative à la matière, sont susceptibles d'entraver l'imputation de ces délits aux dirigeants des sociétés cotées en bourse menaçant sérieusement ainsi, l'efficacité de la répression pénale en matière boursière.

**83.** Au contraire, en France, dans cette optique, les dernières années ont connu un élargissement conséquent du domaine des délits boursiers. Cet élargissement ne pouvant, bien sûr, qu'alourdir la menace pénale qui pèse sur les dirigeants sociaux.

Cette pénalisation singulière se manifeste à travers les conditions d'imputation de ces infractions qui sont particulièrement défavorables aux dirigeants sociaux. Mais aussi à travers l'extension du domaine de ces délits. Et ce qu'il

---

<sup>157</sup> C'est-à-dire l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

s'agisse de l'incrimination des opérations d'initié<sup>158</sup> ou des manipulations de marché<sup>159</sup>.

**84.** Une autre différence, formelle cette fois-ci, existe entre droits tunisien et français :

En Tunisie, les quatre principaux délits boursiers<sup>160</sup>, qui ont été créés par la loi n°89-49 du 8 mars 1989 relative au marché financier<sup>161</sup> sont regroupés au sein d'un seul texte, l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier.

Diversement, en droit français, ces délits sont visés depuis la loi du 26 juillet 2005<sup>162</sup>, par les articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier.

Le Code monétaire et financier opère ainsi une distinction entre les délits boursiers. Primo, les opérations d'initiés sont visées par l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier (**Paragraphe 1**). Deuxio, les manipulations de cours et la diffusion d'informations fausses ou trompeuses sont incriminées par l'article L. 465-2 (**Paragraphe 2**). Mais avant d'analyser ces délits boursiers, un point mérite d'être traité en premier, il s'agit du cadre géographique de la compétence des tribunaux tunisiens et français en matière de délits boursiers (**Paragraphe préliminaire**).

---

<sup>158</sup> On entend par opérations d'initié, les délits d'initié et de communication d'informations privilégiées.

<sup>159</sup> On entend par manipulations de marché, les délits de manipulation de cours et de diffusion d'une fausse information.

<sup>160</sup> Délit d'initié, délit de communication d'informations privilégiées, délit de diffusion de fausses informations et délit de manipulation de cours.

<sup>161</sup> A l'exception du délit de communication d'une information qui a été créé par la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier.

<sup>162</sup> Ces délits ont été sensiblement modifiés par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières et par la loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001 relative à la sécurité quotidienne (dont les dispositions ont été pérennisées par la loi n° 2003-239 du 18 mars 2003 pour la sécurité intérieure).

## Paragraphe préliminaire- Une compétence élargie

**85.** La globalisation et l'internationalisation croissante des marchés financiers, font qu'il est très vraisemblable que des opérations relèvent de plusieurs juridictions. Il est donc intéressant de connaître le cadre géographique de la compétence des tribunaux tunisiens et français en matière de délits boursiers.

Tout d'abord, la compétence des tribunaux tunisiens devrait pouvoir être invoquée si un délit d'initié ou un autre délit boursier est commis par un citoyen de nationalité tunisienne en France ou dans un autre pays étranger.

En effet, l'article 305 du code de procédure pénale dispose que « Tout citoyen tunisien qui, hors du territoire de la République, s'est rendu coupable d'un crime ou d'un délit puni par la loi tunisienne, peut être poursuivi et jugé par les juridictions tunisiennes... ».

**86.** Le législateur ne distingue pas entre délits nécessitant des peines de prison et les délits nécessitant uniquement des peines d'amende. L'article 305 est donc applicable à tous les délits. Néanmoins, les faits commis par la personne de nationalité tunisienne doivent être punis par la loi tunisienne et par la loi du pays où a été commis le délit<sup>163</sup>. Aussi, la caractérisation du délit doit se faire sur la base du droit tunisien et non en ayant recours au droit du pays où a eu lieu le délit.

De ce fait, le dirigeant de nationalité tunisienne, d'une société cotée en bourse, qui commettrait un délit d'initié sur la Bourse de Paris, par exemple, pourrait être poursuivi et jugé par les juridictions tunisiennes.

---

<sup>163</sup> Voir Cass. Crim. n° 39433 du 30 juin 1992, bull.cass, sect pén p 16 qui relaxe le prévenu au motif que le délit commis n'est pas incriminé en droit tunisien et Cass. Crim n°72492 en date du 13 février 1996, inédit qui relaxe le prévenu au motif qu'il n'est pas prouvé que les faits sont incriminables dans le pays étranger, cités par **Riahi (N)**, « La poursuite des crimes commis à l'étranger », mémoire pour l'obtention du mastère en sciences criminelles, Faculté de droit et des sciences politiques de Tunis 2007, en langue arabe " تتبع الجرائم المرتكبة بالخارج " »

Le même raisonnement est valable si le délit commis par ce dirigeant consiste en une communication d'une information privilégiée ou en une manipulation de marché.

**87.** D'autre part, il est à signaler que la compétence des juridictions tunisiennes pourrait être invoquée si la victime d'un délit d'initié ou d'un autre délit boursier est de nationalité tunisienne. En effet, l'article 307 bis du code de procédure pénale<sup>164</sup> dispose que « quiconque hors du territoire tunisien, s'est rendu coupable d'un crime ou d'un délit, peut être poursuivi et jugé lorsque la victime est de nationalité tunisienne...

Les poursuites ne peuvent être engagées qu'à la requête du ministère public, sur plainte de la partie lésée ou de ses héritiers. »

**88.** La nature du délit ou du crime n'a pas été précisée par le législateur ce qui fait que tous les délits et les crimes sont passibles de poursuites devant les juridictions tunisiennes, du moment que la victime est de nationalité tunisienne. La nationalité de l'auteur du délit ou du crime n'a par ailleurs pas d'importance : les poursuites des juridictions tunisiennes peuvent être engagées à l'encontre de l'auteur des faits reprochés quelque soit sa nationalité.

**89.** D'ailleurs, les délits peuvent être poursuivis par les juridictions tunisiennes et ce quelque soient les peines encourues : qu'il s'agisse de peines de prison ou d'amende.

Ainsi, au cas où une société tunisienne serait cotée la Bourse de Paris, par exemple, les juridictions tunisiennes pourraient s'avérer compétentes au cas où celle-ci était victime d'un délit d'initié ou d'un autre délit boursier, tel que la communication d'une information privilégiée.

---

<sup>164</sup> Ajouté par la loi n°93-113 du 22 novembre 1993.

A ce sujet, il importe d'affirmer que des opérations concernant des titres cotés à l'extérieur de la France peuvent constituer des délits boursiers punissables devant les juridictions françaises. Ainsi, dans une affaire concernant des délits d'initiés commis à l'occasion de la prise de contrôle de la société Triangle Industries, dont les titres étaient cotés à la Bourse de New-York, par la société Péchiney ; la Cour de cassation, a estimé dès le stade de l'instruction, « qu'il n'importe que l'opération ait été réalisée sur une place étrangère et qu'il suffit, pour que l'infraction soit réputée commise sur le territoire de la République française selon l'article 693 du Code de procédure pénale, qu'un acte caractérisant un de ses éléments constitutifs ait été accompli en France »<sup>165</sup>.

La Haute Juridiction<sup>166</sup> a ultérieurement, conforté les juges parisiens, qui avaient condamné les accusés. Dans un arrêt daté du 26 octobre 1995, elle estime que les dispositions de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 « n'exigent pas que l'opération réalisée grâce à des informations privilégiées l'ait été sur le marché boursier français, ni qu'elle porte sur des titres cotés en France, le terme de « marché » s'appliquant à tout lieu où s'effectue le rapprochement d'une offre et d'une demande portant sur des valeurs mobilières et que, selon l'article 693 du Code de procédure pénale, dont les dispositions, reprises dans l'article 113-2, alinéa 2 du Code pénal, ne font aucune référence à la loi étrangère, il suffit, pour que l'infraction soit réputée commise sur le territoire de la République et soit punissable en vertu de la loi française, qu'un de ses faits constitutifs ait eu lieu sur ce territoire »<sup>167</sup>.

En l'espèce, la compétence du juge pénal français a ainsi pu être retenue à partir du moment où l'un des éléments constitutifs du délit d'initié, consistant soit à divulguer les informations privilégiées par téléphone, soit à les exploiter

---

<sup>165</sup> **Jeandidier (W)**, Note sous Cass. Crim., 3 novembre 1992, Rev. Soc., 1993, p. 436.

<sup>166</sup> **Dintilhac (J-P)**, Note sous Cass. Crim. du 26 octobre 1995, Rev. science criminelle 1996 p. 138

<sup>167</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass. Crim. du 26 octobre 1995, Rev. Soc. 1996, p. 326 ; **Rontchevsky (N)**, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> mars 1996, p. 120, § 23, rejetant le pourvoi des personnes condamnées dans cette affaire par une décision de la C.A. de Paris du 6 juillet 1994.

en donnant des ordres d'achat pour des titres cotés à la bourse de New York, avait eu lieu sur le territoire français.

**90.** Cette affirmation de la compétence des juridictions répressives françaises à partir du moment où un des éléments constitutifs du délit a été commis en France est sans doute valable pour les autres délits boursiers. On pense notamment au délit de fausse information pour la connaissance duquel le juge pénal français serait ainsi compétent au cas où de fausses informations, concernant une société étrangère dont les titres sont négociés sur un marché réglementé étranger, auraient été diffusées à partir de la France<sup>168</sup>.

Au total, la compétence territoriale des tribunaux tunisiens et français apparaît relativement large. Assurément, il s'agit là d'une solution positive qui permet de participer à une meilleure répression aussi bien des opérations d'initié que des manipulations de marché.

### **Paragraphe 1- Une caractérisation différente des opérations d'initié**

**91.** Une place boursière saine et à la bonne réputation, est une place où les investisseurs estiment qu'ils disposent tous des mêmes informations et que personne n'est en mesure d'utiliser une information confidentielle pour intervenir sur le marché<sup>169</sup>. L'accès égalitaire à l'information constitue le fondement du marché et la garantie de son bon fonctionnement.<sup>170</sup>

Ce fondement sur lequel repose tout marché boursier est menacé par les délits d'initié et de communication d'une information privilégiée. Deux délits qui contreviennent à l'accès égalitaire à l'information et faussent les règles du marché.

---

<sup>168</sup> **Rontchevsky (N)**, « La responsabilité pénale », Bull. Joly Bourse, 01 mai 2007 n° 3, p. 335 §20 et 21.

<sup>169</sup> Voir à ce sujet le préambule de la directive communautaire du 13 novembre 1989 « ... cette confiance repose, entre autre, sur la garantie donnée aux investisseurs qu'ils seront placés sur un pied d'égalité ».

<sup>170</sup> **De Vauplane (H) et Denoun (C)**, « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initié », L.P.A28 mars 1994, p.4.

**92.** D'ailleurs, la répression des opérations d'initié ne trouve pas sa justification dans des considérations économiques mais dans des raisons d'ordre sociologique et moral. En effet, l'opération d'initié est perçue comme étant une atteinte à la morale, ou tout au moins comme violant une éthique particulière<sup>171</sup>.

La plupart des législations des pays développés considèrent ces délits comme « intrinsèquement mauvais » pour le bon fonctionnement du marché financier.

**93.** De même, autorités de régulation des marchés financiers et jurisprudence avancent des justifications d'ordre psychologiques, à la répression des opérations d'initié, considérant que ces opérations contribuent à « décrédibiliser » les marchés boursiers<sup>172</sup>. Il s'agit d'un délit qui « pour tous les législateurs, ... diminue la confiance des investisseurs, et donc l'appétence du marché »<sup>173</sup>. Ces délits apparaissent ainsi comme une entrave sérieuse au bon fonctionnement des marchés financiers.

**94.** La juste répression de ces délits revêt, de ce fait, une importance particulière pour l'image d'une place financière et la lutte contre les opérations d'initié devrait être au centre des préoccupations des législateurs et tribunaux aussi bien tunisiens que français.

Or, et malgré des textes d'incrimination en apparence similaires, quelques différences ne manquent pas de surgir entre droits tunisien et français. Car en droit tunisien un champ d'application étroit et des caractères mal définis rendent ardue la tâche d'une juridiction qui aurait la volonté et l'occasion d'appliquer le texte de l'article 81 sus cité. Et ce contrairement au droit français où ces délits apparaissent comme facilement caractérisables à l'égard des

---

<sup>171</sup> Ibid.

<sup>172</sup> Le Conseil de l'Europe retient la même justification. Pour lui, l'existence des délits d'initiés « compromet (...) la crédibilité du marché », Convention du Conseil de l'Europe du 20 avril 1989 sur les délits d'initiés ; De même, La directive communautaire du 13 novembre 1989, énonce, quant à elle, dans ses considérants, que « le bon fonctionnement d'un marché est dans une large mesure tributaire de la confiance que celui-ci inspire aux investisseurs (...) les opérations d'initiés (...) sont de nature à remettre en question cette confiance », Directive n° 89/592 du 13 novembre 1989.

<sup>173</sup> **De Vauplane (H) et Bornet (J-P)**, « Droit des marchés financiers », Op.cit. p 901.

dirigeants sociaux du fait d'un élément matériel aux larges contours (**A**) et d'un élément moral réduit (**B**).

### ***A- Une caractérisation différente de l'élément matériel***

**95.** La définition des délits d'initié et de communication d'une information privilégiée est donnée, en Tunisie par les alinéas 1 et 5 de l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994<sup>174</sup>.

Cette définition semble dans un premier temps, proche de celle donnée en France, par l'article L. 465-1, alinéas 1 et 2, du Code monétaire et financier<sup>175</sup>.

---

<sup>174</sup> Ces alinéas prévoient que « Seront punies d'une amende de 1.000 à 10.000 dinars, les personnes disposant à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur de titre faisant appel public à l'épargne ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, qui auront réalisé, directement ou par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations par les voies légales et réglementaires.

Dans le cas de réalisation d'un profit, le montant de l'amende peut être porté au quintuple du montant du profit réalisé, sans que le montant de l'amende puisse être inférieur à ce profit...

Sera punie d'une amende de 1.500 à 15.000 dinars toute personne qui, disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur la situation ou les perspectives d'un émetteur ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, l'aura communiqué à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions. »

<sup>175</sup> Il s'agit du « fait, pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article L. 225-109 du Code de commerce, et pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations Est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait, pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article L. 225-109 du code de commerce, et pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L. 421-1 admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations.

Est puni d'un an d'emprisonnement et de 150 000 euros d'amende le fait, pour toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L. 421-1 admis sur un marché réglementé, de la communiquer à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions ».

Car l'élément matériel des opérations d'initié est le même en droits tunisien et français, il s'agit pour un dirigeant qui détient une information privilégiée (1), de commettre des opérations interdites (2).

### **1 – La détention d'une information privilégiée**

**96.** La caractérisation d'un délit d'initié ou de communication d'une information privilégiée dépend de la preuve de la détention d'une information privilégiée par le dirigeant social. Et ce qu'il s'agisse du droit tunisien ou français.

Néanmoins, lorsqu'on pousse plus profondément l'analyse de cet élément, des différences ne manquent pas de surgir entre ces deux droits :

Alors que la caractérisation des délits d'initié et de communication d'informations privilégiées à l'égard des dirigeants sociaux n'est pas de nature à poser des problèmes particuliers en France. La situation semble différente en droit tunisien, car les carences et maladresses qui entachent la rédaction de l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 font que les critères d'incrimination de ces délits sont mal définis. La caractérisation de l'élément matériel des opérations d'initié devrait s'avérer, de ce fait, plus difficile qu'en droit français.

Cette situation est due à une différence au niveau de la détermination de la notion d'information privilégiée (a) et à une preuve plus difficile de la détention de l'information privilégiée par le dirigeant en droit tunisien (b).

#### **a- La notion d'information privilégiée**

**97.** La notion donnée à l'information privilégiée est primordiale dans la caractérisation des opérations d'initié. Plus large la notion d'information privilégiée est, plus aisée la caractérisation des délits d'initié et de communication d'une information privilégiée sera.

En conséquence, l'imprécision de la notion d'information privilégiée qui prévaut en droit tunisien pourrait compliquer l'imputation de ces délits à l'égard

de dirigeants (**a.1**). Par contre, la large et précise interprétation que font les tribunaux français de la notion d'information privilégiée facilite la caractérisation à l'égard des dirigeants sociaux de ces délits (**a.2**)

### ***a.1- Une définition vague de l'information privilégiée***

**98.** Condition indispensable à la caractérisation des délits d'initié et de communication d'une information privilégiée. La définition donnée à l'information privilégiée détermine en grande partie l'imputation de ces délits.

Il faut dire à ce sujet, que le juriste intéressé par une telle définition, ne trouvera pas en la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 un grand secours.

En effet, l'article 81 de la loi du 14 novembre 1994 reprend la définition vague faite de l'information privilégiée par l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier français.

**99.** A l'instar du texte français<sup>176</sup>, l'article 81 se contente de préciser l'objet de l'information privilégiée. Celle-ci doit porter sur « la situation ou les perspectives d'un émetteur de titres faisant appel public à l'épargne ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne »<sup>177</sup>.

De cet article, on pourrait tout au plus déduire le fait que cette information doit être non publique, c'est-à-dire confidentielle, puisque ce texte précise que les opérations sont incriminées si elles se font avant que « le public ait connaissance de ces informations par les voies légales et réglementaires »<sup>178</sup>.

**100.** Ainsi, la définition légale tunisienne de la notion d'information privilégiée partage son caractère vague et ambigu avec la définition légale française de la même notion.

---

<sup>176</sup> V. infra p. 66.

<sup>177</sup> Alinéas 1 et 5 de l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

<sup>178</sup> Article 81 alinéa 1 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

Si cette imprécision du texte de la loi ne porte pas à conséquences en droit français, en présence d'une jurisprudence bien établie<sup>179</sup>. On ne peut pas en dire autant pour ce qui est du droit tunisien.

Car en l'absence d'une jurisprudence ou même d'une doctrine traitant de la matière, cette lacune se révèle particulièrement gênante.

**101.** Pour surmonter cette difficulté, on peut tout de même recourir à la définition donnée de l'information privilégiée par le règlement du Conseil du marché financier relatif à l'appel public à l'épargne. Ce règlement donne, en effet, une définition qui rejoint sur plusieurs points celle dégagée par la jurisprudence française. Ainsi, l'article 51 de ce règlement précise qu'on « entend par information privilégiée, une information non publique, précise, concernant un ou plusieurs émetteurs, une ou plusieurs valeurs mobilières, un ou plusieurs produits financiers qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur ou du produit financier concerné ».

On comprend donc de cette définition qu'une information privilégiée est une information précise, non publique, qui potentiellement pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur.

**102.** Primo, l'on pourrait penser comme l'a estimé la jurisprudence française que la précision de l'information exclut qu'il puisse s'agir de simples rumeurs. Quant au fait s'il doit s'agir d'informations certaines ou pas ? On ne peut que spéculer à ce sujet.

On peut penser que la précision n'implique pas la certitude mais on ne peut préjuger de la vision que pourrait avoir le juge répressif tunisien de l'information privilégiée si jamais un jour des poursuites étaient engagées. Vaut-il être influencé par la vision actuelle de la jurisprudence française et exclure le critère de la certitude de l'information ou pas ? Rien n'est certain pour ce qui est de la certitude serait-on tenté d'avancer.

---

<sup>179</sup> V. infra pp. 66 à 70.

**103.** Secundo, l'information se doit d'être non publique. Sur ce point, le texte de l'article 81 s'avère clair. Il précise que les opérations sur les titres visés ne sont incriminables que si elles se font « avant que le public ait connaissance de ces informations par les voies légales et réglementaires ». L'information ne perd donc son caractère confidentiel que lorsqu'elle est communiquée par les voies légales et réglementaires.

On peut alors penser que des informations qui n'auraient pas fait l'objet d'une publication à travers un prospectus<sup>180</sup>, un communiqué de presse ou un autre moyen de communication officiel ne perdraient pas leur caractère non public.

**104.** Tertio, l'information privilégiée est une information qui potentiellement pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur. Cela veut dire qu'il n'est pas nécessaire que l'information ait une incidence sur le cours de la valeur lorsqu'elle est révélée au public. Il suffit, qu'on puisse raisonnablement penser que ces informations sont susceptibles d'avoir une incidence sur le cours de la valeur.

**105.** Tout de même, dans une matière pénale où les textes, se doivent de recevoir une interprétation stricte, cette imprécision pourrait conduire à des difficultés sérieuses au moment de la mise en œuvre des sanctions.

En effet, l'on est en droit de se demander s'il est nécessaire pour caractériser le délit d'initié que l'information privilégiée ait déterminé l'opération réalisée.

Un initié peut-il exonérer sa responsabilité pénale en invoquant que ce n'est pas la connaissance de l'information privilégiée et la recherche d'un gain personnel qui a motivé la réalisation de l'opération sur les titres en question ? Peut-il par exemple avancer que c'est la nécessité de se défendre face à une menace de prise de contrôle inamicale ou d'acquérir une position stratégique

---

<sup>180</sup> Article 2 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

sur le marché qui a motivé la réalisation de l'opération comme l'admet la Cour de cassation française<sup>181</sup>?

**106.** Rien n'est moins sûr, car si la loi n°89-49 du 8 mars 1989<sup>182</sup> précisait dans son article 43 que les opérations doivent avoir engendré des profits illicites. C'est-à-dire que les opérations avaient été accomplies dans le dessein de la réalisation de profits illicites. La loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 reste muette à ce sujet. Cela veut-il dire qu'un initié se doit de s'abstenir de toute opération sur le titre sur lequel il détiendrait des informations privilégiées et ce quelle qu'en soit la motivation ?

Même s'il est vraisemblable que la jurisprudence tunisienne donne la possibilité à l'initié qui aurait effectué l'opération sur les titres dans un objectif autre que spéculatif d'exonérer sa responsabilité, comme le fait son homologue française. Nous ne pouvons être certains que ce sera le cas. Et là, se pose un réel problème de sécurité juridique.

**107.** Le législateur aurait été bien plus éclairé s'il avait précisé les caractères de l'information privilégiée. En copiant le texte français, le législateur aurait dû prévoir que les spécificités tunisiennes, consistant en l'absence d'une quelconque jurisprudence ou doctrine en la matière, entraînerait des difficultés dans la détermination des contours de cette notion. Il aurait par conséquent dû être plus exhaustif dans la rédaction des textes incriminant le délit d'initié afin d'exonérer les tribunaux tunisiens des difficultés d'interprétation qu'ont dû surmonter les tribunaux français.

### ***a.2- Une large interprétation de la notion d'information privilégiée***

**108.** Contrairement au règlement général de l'AMF qui définit de manière précise la notion d'information privilégiée<sup>183</sup>, le Code monétaire et financier n'a

---

<sup>181</sup>V. infra p 69.

<sup>182</sup> L'article 43 de la loi n°89-49 du 8 mars 1989 dispose que « Toute personne qui disposant d'informations privilégiées aura réalisé ou sciemment permis la réalisation sur le marché, soit directement soit par des personnes interposées, des opérations ayant engendré des profits illicites ».

<sup>183</sup> V. infra pp. 221 et s.

pas indiqué quels caractères doit présenter l'information pour être qualifiée de privilégiée. En effet, l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, se contente de préciser l'objet de l'information privilégiée. Celle-ci doit porter sur « les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé<sup>184</sup>» ou encore sur « les perspectives d'évolution d'un instrument financier<sup>185</sup> admis sur un marché réglementé ».

Il est donc revenu à la jurisprudence et à la doctrine de déterminer le contenu de la notion d'information privilégiée de manière précise.

En effet, grâce à l'effort de la jurisprudence française, on peut dégager avec précision les caractères d'une information privilégiée.

**109.** L'appréciation du caractère privilégié de l'information doit se faire de manière objective. C'est ce qu'a affirmé la Cour de cassation dans un arrêt remarqué daté du 26 juin 1995. En censurant la décision de la Cour d'appel de Paris<sup>186</sup>, la Haute juridiction a estimé que le « caractère privilégié des informations ne saurait résulter de l'analyse que peut en faire celui qui les reçoit et les utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu »<sup>187</sup>. En d'autres termes, les compétences personnelles de l'investisseur et la manière dont il peut utiliser l'information reçue n'ont guère d'importance.

Le même arrêt donne des précisions très utiles sur les caractères de l'information privilégiée. Ainsi, des informations sont privilégiées si elles sont

---

<sup>184</sup> A l'image des autres délits boursiers le délit d'initié est limité aux marchés réglementés.

<sup>185</sup> La notion d'instrument financier résulte de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier visant notamment les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès directement ou indirectement au capital ou aux droits de vote, les titres de créance représentant chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de créances qui les émet, les parts ou actions d'organismes de placements collectifs, les instruments financiers à terme et les instruments financiers équivalents à ceux précédemment mentionnés émis sur le fondement de droits étrangers.

<sup>186</sup> **Le Cannu (P)**, Note sous C.A. Paris, 15 mars 1993 : Bull. Joly Bourse, mai-juin 1993, p. 279, § 53 ; **Viandier (A) et Caussain (J-J)**, J.C.P. éd. E, 1993, I 250, n° 12 ; le jugement objet de l'appel, **Ducouloux-Favard (C)**, Note sous T. corr. Paris, 30 juin 1992 ; L.P.A, 1992, n° 133.

<sup>187</sup> **Le Cannu (P)**, Note sous Cass. Crim., 28 juin 1995, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 1995 n° 4, p. 285.

« précises, confidentielles, de nature à influencer sur le cours de la valeur et déterminantes des opérations réalisées. »

**110.** Primo, l'information doit être suffisamment précise. Il ne doit pas s'agir de simples rumeurs. Très tôt les tribunaux<sup>188</sup> ont, en effet, jugé que des bruits alarmistes concernant des difficultés d'échéance et des échecs commerciaux ne présentaient pas le caractère « précis, particulier et certain » que doit revêtir l'information privilégiée<sup>189</sup>. En revanche, il n'est pas nécessaire que l'information soit certaine. Car si au départ, la jurisprudence a exigé la certitude de l'information<sup>190</sup>, la Cour d'appel de Paris<sup>191</sup> et la Chambre criminelle de la Cour de cassation<sup>192</sup> semblent l'avoir finalement abandonnée comme exigence pour la caractérisation du délit pénal ; rejoignant ainsi la conception qui prévaut pour le manquement administratif<sup>193</sup>. En effet, dans ses arrêts rendus depuis 1995, la Haute juridiction ne fait plus référence à la certitude de l'information alors qu'elle a clairement défini l'information privilégiée et en a précisé distinctement les caractères<sup>194</sup>.

L'on peut alors avancer que l'exigence de précision est satisfaite lorsque l'information porte<sup>195</sup>, par exemple, sur la connaissance de résultats bénéficiaires entraînant une augmentation importante et imprévue des dividendes à distribuer<sup>196</sup>, ou de la préparation d'une offre publique

---

<sup>188</sup> **Tunc (A)**, Note sous C.A. Paris, 30 mars 1977, J.C.P. éd. G 1978, II, 18789.

<sup>189</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. p. 44.

<sup>190</sup> **Tunc (A)**, Note sous C.A. Paris, 30 mars 1977, Op.cit. 18789 ; **Marchi (J-P)**, note sous TGI Paris, 3 décembre 1993, G.P. 1994. 1, p. 352.

<sup>191</sup> V. notamment : Jeantin M, note sous C.A. Paris 26 mai 1993, Bull. Joly Bourse 1993, p. 579 §110 ; **Bouloc (B)**, Note sous C.A. Paris, 13 mai 1997, Rev. sociétés 1997, p. 855.

<sup>192</sup> V. notamment : **Le Cannu (P)**, Note sous Cass. Crim. 26 juin 1995, p. 285 §53 ; Noémie (S), Note sous Cass. Crim., 15 octobre 1998, Bull. Joly Bourse 1999, p. 67.

<sup>193</sup> V. infra p. 231.

<sup>194</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. p. 45.

<sup>195</sup> **Stasiak (F)**, « Le délit d'initié mis en scène » L.P.A., 18 juin 2008 n° 122, p. 40.

<sup>196</sup> **Marchi (J-P)**, Note sous TGI Paris, 28 janvier 1985, D. 1985, p. 357.

d'achat<sup>197</sup> ou de la date et des titres concernés par une opération de stockage<sup>198</sup> ou, encore, de lourdes pertes subies par la société<sup>199</sup>.

**111.** Secundo, l'information doit être confidentielle. L'information confidentielle est celle qui n'est pas connue du public. Par contre, il importe peu que l'information soit connue par plusieurs personnes, tel que l'ensemble des administrateurs d'une société<sup>200</sup> par exemple. On peut cependant légitimement s'interroger sur la confidentialité de l'information lorsqu'elle est connue par plusieurs centaines de personnes. Ainsi, dans l'affaire EADS, il semblerait que 1.200 personnes aient anticipé la chute du cours du titre<sup>201</sup>.

En définitive, une information n'est plus confidentielle lorsqu'elle fait l'objet d'un communiqué officiel de la société ou d'une publication d'un avis dans la presse spécialisée<sup>202</sup>. D'ailleurs, la Cour d'appel de Paris considère qu'une information publiée de manière fragmentaire dans un périodique « au tirage limité et d'audience restreinte » n'avait pas pour autant perdu son caractère confidentiel « car non confirmée par un communiqué officiel de la société et sans écho dans la presse spécialisée »<sup>203</sup>. Il semble donc acquis que l'information ne devient publique que par sa publication selon les formalités légales d'information des actionnaires ou un communiqué officiel de la société<sup>204</sup>.

**112.** Tertio, l'information doit être de nature à influencer sur le cours de la valeur. Sans cette exigence, dirigeants et salariés des sociétés cotées se verraient dans l'impossibilité de réaliser une quelconque opération sur les titres de cette

---

<sup>197</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass. Crim., 26 octobre 1995, Rev. sociétés 1996, p. 326.

<sup>198</sup> Cass. Crim., 29 novembre 2000, Bull. crim. n° 359.

<sup>199</sup> **Delmas-Marty (M)**, Note sous TGI Paris, 19 décembre 1975, D. 1976, p. 53.

<sup>200</sup> **Marchi (J-P)**, Note sous C.A. Paris, 14 janvier 1993, rapp. G.P. 1993. I, p. 198.

<sup>201</sup> **Stasiak (F)**, « Le délit d'initié mis en scène », Op.cit. p. 40.

<sup>202</sup> **Tunc (A)**, Note sous C.A. Paris, 26 mai 1977, J.C.P. éd. G 1978. II. 18789.

<sup>203</sup> Ibid.

<sup>204</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Le délit d'initié : dix ans de jurisprudence et d'activité de la commission des opérations de bourse » G.P. 1984, 2, doctrine, p. 421.

société ; étant constamment en possession d'informations au caractère plus ou moins confidentiel<sup>205</sup>.

**113.** Quarto, l'information doit avoir été déterminante de l'opération réalisée. Cette exigence permet à l'initié d'invoquer des faits justificatifs afin d'exonérer sa responsabilité pénale et ce s'il arrive à établir que ce n'est pas l'information privilégiée qui a déterminé l'opération effectuée. Le fait justificatif peut se matérialiser par exemple en la volonté d'acquérir une position stratégique ou de riposter à une menace avérée de prise de contrôle inamicale<sup>206</sup> ou encore si l'initié poursuivi prouve que l'opération sur les titres était intervenue dans le cadre d'un plan de restructuration de capital décidé par le conseil d'administration afin de libérer la société de l'emprise de son actionnaire principal<sup>207</sup>. Bien sûr, le fait justificatif doit être établi par l'initié<sup>208</sup>.

**114.** En fin de compte, l'effort de la jurisprudence française a contribué à combler la définition tronquée de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier. Faisant de l'information privilégiée une notion aux contours larges et précis. Participant, de ce fait, à la facilitation de l'imputation des opérations d'initiés aux dirigeants de sociétés cotées en bourse. Au contraire, l'absence d'une jurisprudence similaire en Tunisie participe à l'ambiguïté de la notion d'information privilégiée.

**115.** D'ailleurs, imputer une opération d'initié à un dirigeant de société cotée en bourse devrait s'avérer plus difficile en Tunisie du fait d'une preuve plus compliquée de la détention de l'information privilégiée par celui-ci. En effet,

---

<sup>205</sup> **Ducouloux-Favard C et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. p. 46.

<sup>206</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass. Crim. 26 juin 1995, Bull. crim. n° 233 ; Rev. sociétés 1995, p. 562 et **Le Cannu (P)**, Bull. Joly Bourse, 1995, p. 285.

<sup>207</sup> **Peltier (F)**, Note sous Cass. Com., 9 avril 1996, Bull. Joly Bourse 1996, p. 305 ; **Viandier (A) et Caussain (J-J)**, J.C.P. éd. E 1996. II. n° 589, p. 391. La chambre commerciale est allée dans ce sens, en cassant la décision dans laquelle les juges du fond n'avaient pas recherché si la vente de titres réalisée n'avait pas été justifiée «par un intérêt autre que personnel».

<sup>208</sup> V. sur ce point **Rontchevsky (N)**, Note sous Cass. Com., 5 octobre 1999, Bull. Joly Bourse 2000, p. 38, dans cet arrêt la Cour de cassation française réaffirme que l'initié doit établir la preuve du fait justificatif allégué.

contrairement à ce qui prévaut en droit français, les dirigeants sociaux ne sont pas présumés détenir l'information privilégiée en droit tunisien.

### ***b- La preuve de la détention de l'information privilégiée***

**116.** Le tribunal tunisien qui aura à cœur de retenir la responsabilité pénale du dirigeant d'une société cotée en bourse pour une opération d'initié devrait se heurter à certaines difficultés. Ce tribunal devra, ainsi, dissiper un certain nombre d'ambiguïtés entourant les textes d'incrimination. Des ambiguïtés qui compliquent la preuve de la détention par le dirigeant social d'une information privilégiée.

Au contraire, la caractérisation des délits d'initiés et de communication d'une information privilégiée à l'égard des dirigeants sociaux, est facilitée en France du fait de la présomption de connaissance des informations privilégiées qui pèse sur eux (**b.1**). Une présomption qui ne semble pas exister en droit tunisien (**b.2**).

#### ***b.1- Les dirigeants présumés détenir les informations privilégiées***

**117.** Le délit d'initié<sup>209</sup> offre une belle illustration de la souplesse de l'imputation des délits boursiers aux dirigeants sociaux, en France. En matière de répression de ce délit, les dirigeants sociaux font office de coupable idéal. Et retenir leur responsabilité en la matière ne devrait pas poser de complications particulières.

**118.** Ainsi, une présomption de connaissance de l'information privilégiée pèse sur eux. En effet, les dirigeants sociaux font partie de ceux que la doctrine qualifie d'« initiés primaires »<sup>210</sup> c'est-à-dire « Le président, les directeurs

---

<sup>209</sup> Ce délit consiste dans le fait « de réaliser ou de permettre de réaliser, directement ou par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations privilégiées », article L. 465-1 du code monétaire et financier.

<sup>210</sup> L'article 10-1 alinéa de l'ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, opère une distinction entre deux catégories d'initiés : les initiés dits

généraux, les membres du directoire d'une société, les personnes physiques ou morales exerçant dans la société les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance ainsi que les représentants permanents des personnes morales qui exercent ces fonctions<sup>211</sup> ».

En 1983, étaient ajoutés à cette liste d'initiés présumés, le conjoint non séparé<sup>212</sup>, l'épouse de l'initié sanctionné sur des opérations effectuées avant cette loi ayant ainsi pu échapper à la répression<sup>213</sup>.

**119.** A l'encontre de ces initiés primaires, pèse une présomption de connaissance de l'information privilégiée. C'est une présomption qui n'a pas été formellement établie par le texte de la loi. Mais en France, « il n'est absolument pas nécessaire, que la loi ait spécialement prévu le jeu de la présomption, les juges peuvent tirer d'un fait connu (les fonctions ou la profession) des conséquences sur un fait inconnu (la connaissance de l'information) »<sup>214</sup>. Ainsi, en mettant l'accent sur une catégorie d'initiés (dont les dirigeants) le législateur suggère que ces personnes doivent être traitées à part. En tout cas, c'est l'interprétation qu'a faite une jurisprudence française constante du traitement particulier réservé par le législateur aux dirigeants sociaux.

A l'encontre des dirigeants sociaux, il n'y a nul besoin, de prouver qu'ils connaissent l'information privilégiée pour engager leur responsabilité du fait d'un délit d'initié.

L'imputation du délit se trouve par conséquent facilitée à leur encontre. Car pour ce faire il suffit de prouver « qu'ils ont réalisé ou sciemment permis de

---

primaires et ceux dits secondaires (ou de fait ou indirects ou par occasion). Les initiés de seconde main, initiés de par leurs fonctions et leur profession, sont ceux qui sont informés des secrets d'affaires à l'occasion de leurs fonctions ou de leur profession. La variété des situations et la palette des personnes concernées sont très larges.

<sup>211</sup> Article 162-1 de la loi du 24 juillet 1966, JORF 29 septembre 1967

<sup>212</sup> Loi n° 83-1, 3 janv. 1983

<sup>213</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, Note sous TGI Paris, 28 janv. 1985, G.P. 1985, 1, jur., p. 287 ; **Marchi (J.-P)**, D. 1985, jur., p. 357.

<sup>214</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Géographie européenne du délit d'initié », L.P.A, 15 juin 1994 n° 71.

réaliser, sur le marché... une ou plusieurs opérations en exploitant lesdites informations avant que le public en ait connaissance ».

**120.** Ceci étant dit, il importe de connaître la teneur de cette présomption mise à la charge des dirigeants sociaux ? A cet égard, il est à remarquer que théoriquement cette présomption est simple. Elle peut être combattue soit par la preuve d'une délégation de pouvoirs<sup>215</sup>, soit par la preuve contraire<sup>216</sup> qui suppose l'ignorance de l'information privilégiée. Mais en pratique, il est difficilement concevable que des dirigeants puissent ignorer une information importante concernant leur propre société<sup>217</sup>.

**121.** D'ailleurs, une analyse de la jurisprudence française en matière de délit d'initié démontre qu'apporter la preuve, pour un dirigeant de société, qu'il n'était pas en connaissance de l'information privilégiée est plutôt improbable. Si ce n'est impossible.

Dès 1976, le Tribunal de Grande Instance de Paris<sup>218</sup> « après avoir démontré par une longue suite d'attendus, que les dénégations de l'administrateur ne tenaient pas, retient finalement que « comme administrateur de la société Kali Sainte Thérèse, disant en cette qualité d'informations privilégiées, depuis la séance du conseil d'administrateur du 9 avril 1973 sur la marche technique, commerciale et financière de cette société, a réalisé... »<sup>219</sup>. Dans une autre décision de 1979<sup>220</sup> le tribunal s'est montré encore plus direct en considérant tout simplement « qu'il n'est pas davantage vraisemblable que V. en sa double qualité d'administrateur de la C.F.A.M., qui achetait les actions et de futur P.-D.G. de la C.N.F., qu'il est devenu dès la cession des titres, n'ait pas été tenu au courant des discussions... ».

---

<sup>215</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass. Crim., 19 octobre 1995, Rev. sociétés 1996, p. 323. En l'espèce, la Cour a estimé que la preuve de la non connaissance de l'information par le dirigeant n'avait pas été rapportée.

<sup>216</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, Note sous Cass. Crim., 15 mars 1993, D. 1993, p. 610 et **Bouloc (B)**, Rev. sociétés 1993, p. 847.

<sup>217</sup> **Stasiak (F)**, « Le délit d'initié mis en scène », Op.cit. p. 40.

<sup>218</sup> T.G.I. Paris 12 mai 1976 ; J.C.P. 76 - 18.496.

<sup>219</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Géographie européenne du délit d'initié », Op.cit. n° 71

<sup>220</sup> **Tunc (A)**, Note sous TGI Paris, 30 mars 1979 et 18 avr. 1979, J.C.P 1980. I. 19306.

En pratique donc, une présomption quasi irréfragable de connaissance de l'information privilégiée pèse ainsi sur les dirigeants sociaux.

**122.** D'ailleurs, des auteurs se sont même interrogés si le délit d'initié n'était pas qu'« un simple délit matériel »<sup>221</sup> à l'encontre des dirigeants sociaux ; puisque des obligations absolues d'abstention et de discrétion pèsent sur leur personne. Dans ces conditions, où invoquer une imprudence ou une négligence pour échapper à la sanction pénale, ne pourrait que s'avérer inutile, on ne peut qu'adhérer à leurs propos<sup>222</sup>.

**123.** Au final, l'interprétation donnée par la jurisprudence française à l'information privilégiée est particulièrement large, contribuant ainsi, à faciliter l'imputation des délits d'initié et de communication d'une information privilégiée aux dirigeants sociaux. Une jurisprudence d'autant plus sévère pour les dirigeants qu'elle considère que la connaissance de l'information privilégiée est présumée à l'égard des dirigeants sociaux. Surtout que cette présomption s'avère quasiment irréfragable. Cette réalité française contraste avec la situation en Tunisie, où la détention d'une information privilégiée par un dirigeant n'est pas présumée.

### ***b.2- Les dirigeants ne sont pas présumés détenir les informations privilégiées***

**124.** Bien que reprenant quasi intégralement la rédaction de l'article L.465-1 du Code monétaire et financier français, le texte tunisien s'en distingue sur un point important : l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 n'opère aucune distinction entre les différents initiés. Ceux-ci sont définis comme « ...les personnes disposant à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées... »<sup>223</sup>.

---

<sup>221</sup> Véron (M), « Droit pénal des affaires », A. Colin, 6<sup>e</sup> Ed., 2005, n° 369.

<sup>222</sup> Stasiak (F), « Répertoire de droit des sociétés », Délit et manquement boursier - septembre 2007.

<sup>223</sup> Article 81 alinéa 1 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

Point de différence alors entre initiés primaires et secondaires en droit tunisien.

**125.** Pour bien apprécier les conséquences de cette non distinction, il apparaît nécessaire d'exposer en premier lieu la notion retenue en droit français de la qualité d'initié.

Car la distinction opérée en droit français n'est pas purement formelle.

En effet, en mettant l'accent sur une catégorie d'initiés, le législateur français suggère que ces personnes doivent être traitées à part. Ainsi, même, si le texte de la loi n'établit formellement aucune présomption, les initiés primaires sont présumés connaître l'information privilégiée.

En tout cas, c'est l'interprétation qu'a faite une jurisprudence française constante du traitement particulier réservé à cette catégorie d'initiés<sup>224</sup>.

**126.** En droit tunisien, le raisonnement ne pourrait être le même. Il apparaît qu'en ne retenant pas cette distinction. Le législateur n'entend opérer aucune démarcation entre les différents initiés. Il est donc probable que ceux-ci soient traités sur un pied d'égalité. Dirigeants sociaux, avocats, architectes, journalistes financiers, commissaires aux comptes, sont mis sur un pied d'égalité face à la répression du délit d'initié.

Il sera donc nécessaire pour retenir la responsabilité d'un initié, quel que soit sa fonction, de prouver sa connaissance de l'information privilégiée.

A partir de là, pour pouvoir retenir la responsabilité d'une personne pour un délit d'initié, il faudra prouver en premier lieu sa connaissance de l'information privilégiée à l'occasion de l'exercice de ses fonctions. Ensuite, il faudra prouver l'utilisation de l'information privilégiée pour réaliser un acte interdit.

Il est donc plus facile de retenir la responsabilité d'un dirigeant de société pour une opération d'initié en France plutôt qu'en Tunisie.

---

<sup>224</sup> V. supra p. 71.

**127.** N'aurait-il pas fallu au vu du contexte particulier du marché boursier tunisien, soumettre les dirigeants sociaux à un régime plus rigoureux ? En raison de la connaissance particulière qu'ils ont de la société et dans un contexte qui nécessite une meilleure implication et une plus grande responsabilisation de leur part, n'aurait-il pas été plus judicieux de les soumettre à un devoir de vigilance et de transparence accru ?

Sans cette présomption la preuve de la détention d'une information privilégiée s'avérera particulièrement difficile à apporter. Déjà, en France, lorsque celle-ci n'est pas présumée, dans le cas où l'infraction ne concerne pas un dirigeant de société cotée, la détention de l'information est quasiment impossible à apporter par l'utilisation d'un faisceau d'indices<sup>225</sup>.

**128.** Aussi, la caractérisation de ces délits se trouve entravée par le champ particulièrement limité des personnes pouvant être incriminées. En effet, aux termes de l'article 81 alinéa 1 de la loi du 14 novembre 1994, les personnes punissables sont celles « disposant à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées ». Il apparaît donc clair que les seules personnes visées par ces délits sont les professionnels.

Ainsi, contrairement au droit français où toute personne peut être incriminée du délit d'initié, en droit tunisien on peut très bien exploiter ou communiquer une information privilégiée à partir du moment où on dispose de cette information dans un cadre privé.

**129.** Un autre point de différence entre le texte tunisien et celui français soulève encore plus d'interrogations, encore plus de perplexité.

---

<sup>225</sup> V. **Roch (G)**, « A défaut de preuve tangible de la détention d'une information privilégiée l'impossible preuve par faisceau d'indices de la qualité d'initié des professionnels de la finance », note sous CE 6e et 1re ss-sect., 24 avr. 2012, n° 338786, Mme A, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2012 n° 7, p. 292 ; V. aussi la position de la Commission des sanctions de l'AMF qui considère que l'existence de relations professionnelles ou personnelles avec le détenteur d'une information privilégiée ne saurait établir, à elle seule, la détention de celle-ci. En l'espèce, il n'est pas démontré que l'information privilégiée détenue par le frère avait été transmise à sa sœur et que les opérations réalisées par celle-ci ne pouvaient s'expliquer que par la communication d'une information privilégiée, **Daigre (J-J)**, note sous Sanction AMF, 15 septembre 2011, M. A et Mlle B, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2012 n° 5, p. 202

Qu'en est-il du conjoint, du frère, du fils de l'initié ? Qu'en est-il plus généralement du bénéficiaire de l'information privilégiée ?

Ces personnes qui n'acquièrent pas l'information privilégiée à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, mais à l'occasion de relations privées, bénéficient-elles d'une immunité ?

On est fort tentés de le croire, ces personnes-là pourront vraisemblablement utiliser les informations privilégiées qui leur seront communiquées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur de titres faisant appel public à l'épargne ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne en toute impunité, en toute quiétude.

Le texte de la loi est clair, ne seront punies que les personnes qui acquièrent l'information privilégiée à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions.

**130.** Pourquoi alors cette clémence ? D'autant plus que cette omission pourrait en pratique priver d'effet les dispositions relatives à la répression du délit de communication d'informations privilégiées et nous amener à ce qui pourrait être appelé « l'impasse de la répression ».

« Il peut en effet se révéler impossible d'établir la culpabilité de la personne qui a communiqué l'information privilégiée que ses fonctions ou sa profession lui auraient permis de détenir. Au contraire, la détermination du bénéficiaire de l'information est aisée dans la mesure où cette personne aura agi illicitement. Dans cette perspective, l'article 81 de la loi de 1994, qui ne sanctionne que la personne qui a communiqué l'information privilégiée en raison de ses fonctions ou de sa profession, ne pourra recevoir faute de preuves, aucune application <sup>226</sup>».

---

<sup>226</sup> **Ben Bechr (H)**, « Le juge pénal et l'intégrité du marché financier », Actes du colloque : « La justice pénale : quelle évolution » 2007, p. 168.

**131.** Au final, les difficultés d'interprétation de la notion d'information privilégiée et l'obligation, pour sanctionner un dirigeant, de prouver sa connaissance de l'information privilégiée, devraient compliquer sérieusement la mise en œuvre de la répression des délits d'initié et de communication d'une information privilégiée. Une mise en œuvre qui devrait s'avérer plus facile en droit français.

Ceci étant dit, les lacunes des textes d'incrimination tunisiens ne s'arrêtent pas à la notion d'information privilégiée mais s'étendent à d'autres caractères.

## ***2- Les actes incriminables : une similitude trompeuse***

**132.** Que ce soit en Tunisie ou en France, à partir du moment où il détient une information privilégiée, un dirigeant social commet un délit s'il réalise une opération interdite ou s'il communique cette information privilégiée. Ces actes correspondent à l'élément matériel des opérations d'initiés.

Néanmoins, la réalisation des actes interdits par un initié ne constitue une infraction que lorsque l'opération en question a été effectuée avant que le public n'ait connaissance de ces informations. Ces opérations ne sont incriminables que lorsque le moment de leur accomplissement se situe entre l'acquisition de l'information privilégiée et sa diffusion au public.

Pendant cette période, un initié doit s'abstenir d'utiliser l'information privilégiée (**a**) ou de la communiquer (**b**).

### ***a- L'utilisation de l'information privilégiée***

**133.** Le délit d'initié a été introduit en droit tunisien par la loi n°89-49 du 8 mars 1989. Dans son article 43, cette loi sanctionnait « toute personne qui, disposant d'informations privilégiées, aura réalisé ou sciemment permis la

réalisation sur le marché, soit directement soit par des personnes interposées, des opérations ayant engendré des profits illicites».

Par la suite, la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 vint modifier ce texte. L'article 81 alinéa 1, de cette loi précise l'élément matériel du délit d'initié. Celui-ci consiste dans le fait de réaliser, directement ou par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance des informations privilégiées.

**134.** En France, l'élément matériel du délit d'initié est décrit par l'article L465-1 du Code monétaire et financier. Cet élément consiste dans le fait de réaliser, ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance des informations privilégiées.

Sur certains points législations tunisienne et française devraient donc se rejoindre.

**135.** En premier lieu, l'initié est sanctionné s'il réalise lui-même ou par personne interposée une opération interdite. Cela signifie que le délit serait constitué par le lancement de l'ordre de vente ou d'achat de titres à une banque ou à un intermédiaire financier, alors même que cet ordre n'aurait pas été encore exécuté<sup>227</sup>. Il s'agit là d'une constatation importante car le délit d'initié est une infraction instantanée et sa tentative n'est pas punissable<sup>228</sup>. En ce sens les magistrats de la Cour d'appel de Paris ont estimé qu'un ordre de vente antérieur de quatre jours à la connaissance de l'information privilégiée et qui avait été exécuté le lendemain de celle-ci ne caractérisait pas le délit<sup>229</sup>. Aussi, n'a pas été condamné le prévenu qui avait refusé de souscrire à une augmentation de capital et avait laissé son agent de change

---

<sup>227</sup> **Delmas-Marty (M)**, Note sous Trib. correctionnel de Paris 29 octobre 1975, D. 1976 p. 53.

<sup>228</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)** ; « Infractions boursières », Op.cit. p. 51.

<sup>229</sup> **Tunc (A)**, Note sous C.A. Paris 30 mars 1977, J.C.P 1978, II, n°18789.

vendre les droits de souscription des actions nouvelles<sup>230</sup>. Pour la jurisprudence le délit d'initié est un délit de commission et non un délit d'abstention<sup>231</sup>.

**136.** Ensuite, l'intention spéculative ou le profit ne sont pas des éléments constitutifs du délit d'initié. La jurisprudence française considère de manière constante qu'il n'est pas nécessaire que le prévenu ait une intention spéculative ou ait voulu réaliser un profit<sup>232</sup>. L'infraction peut donc, en théorie, être caractérisée même en l'absence de profit réalisé. Pourquoi pas même, en présence d'une perte si l'initié utilise mal son information privilégiée. Ce délit s'apparente ainsi à une infraction formelle puisqu'il se consomme indépendamment de tout résultat préjudiciable<sup>233</sup>. En Tunisie, le profit réalisé, n'entrerait que dans la détermination du montant de l'amende comme le précise l'article 81 alinéa 2 de la loi du 14 novembre 1994.

**137.** Par contre, une différence fondamentale entre droits tunisien et français saute aux yeux.

En effet, en France, l'initié encourt aussi la sanction s'il permet, directement ou indirectement à un tiers de réaliser une opération boursière. Peu importe alors que le tiers réalise effectivement ou non l'opération. La seule fourniture du moyen de le faire par l'initié suffit à caractériser le délit. Sur le moyen visé, le texte de la loi ne fournit pas d'indication. Tous les moyens peuvent donc être appréhendés, y compris le simple conseil ou la simple recommandation émanant de l'initié.

**138.** Cependant, si ce moyen consiste à communiquer au tiers une information privilégiée, l'initié encourt les peines, bien plus faibles, de l'alinéa 2 de l'article

---

<sup>230</sup> **Hovasse (H)**, Note sous C.A. Paris, 14 janvier 1992, Dr. Soc. 1992, n°149.

<sup>231</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. p. 51.

<sup>232</sup> Voir notamment, **Tunc (A)**, Note sous Trib. correctionnel de Paris, 29 octobre 1975, J.C.P 1976, II, n°18329, 2<sup>ème</sup> espèce ; **Guyénot (J)**, Note sous Trib. correctionnel de Paris, 15 octobre 1976, D. 1978, jur, p. 381, 3<sup>ème</sup> espèce ; **Marchi (J-P)**, note sous Trib. correctionnel de Paris, 28 janvier 1985, D. 1985, p. 357.

<sup>233</sup> **Stasiak (F)**, « Le délit d'initié mis en scène », Op.cit. p. 40.

L. 465-1 du Code monétaire et financier. La confusion devrait être éclaircie en considérant que l'article L. 465-1, alinéa 2 suppose, contrairement à l'alinéa premier, que le « tuyauté » ne réalise aucune opération boursière sur le fondement de l'information communiquée<sup>234</sup>.

Ce n'est pas le cas en Tunisie où l'article 81 de la loi du 14 novembre 1994 prévoyant le délit d'initié omet d'incriminer le fait de permettre, directement ou par personne interposée à un tiers de réaliser une opération boursière. Cette carence est d'autant plus étonnante que le texte de la loi n°89-49 du 8 mars 1989, prévoyait la possibilité de sanctionner la personne ayant sciemment permis la réalisation sur le marché d'une opération frauduleuse.

Cela veut dire qu'en Tunisie, un initié pourra permettre ou fournir le moyen de l'utilisation d'une information privilégiée par un tiers sans pour autant risquer une quelconque sanction pénale. Il pourra ainsi conseiller ou recommander d'effectuer telle opération d'achat ou telle opération de vente d'un titre à un tiers impunément.

Cette lacune criarde démontre la légèreté avec laquelle le législateur a défini cette infraction. Même si nous pensons qu'il serait possible de dépasser cette lacune et incriminer l'initié, par le jeu de la complicité.

Par contre, l'initié risquera la sanction comme auteur de l'infraction si le moyen avec lequel il a permis la réalisation de l'opération par un tiers est la communication de l'information privilégiée.

**139.** Ensuite, qu'en est-il du champ des opérations interdites aux initiés ?

En droit tunisien, l'opération sanctionnée par l'article 81 alinéa 1 de la loi du 14 novembre 1994 n'est pas obligatoirement effectuée sur le marché. Elle peut très bien se faire de gré à gré. En effet, cet article incrimine le fait pour un initié de réaliser « ... une ou plusieurs opérations avant que le public ait

---

<sup>234</sup> Ibid.

connaissance de ces informations par les voies légales et réglementaires ». Ce texte ne limite donc pas le champ des délits d'initié aux opérations effectuées sur le marché. On peut donc penser que les opérations réalisées de gré à gré peuvent aussi être considérées comme constitutives d'un délit d'initié.

D'ailleurs, le champ d'application quant aux titres concernés par les délits d'initié et de communication d'informations privilégiées est relativement large, puisqu'il englobe les titres de tout émetteur faisant appel public à l'épargne, toute valeur mobilière ou tout produit financier placé par appel public à l'épargne<sup>235</sup>.

**140.** Le champ des opérations interdites aux initiés est le même en France. L'opération visée par l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier ne doit pas forcément s'effectuer sur le marché. Elle peut, de même, très bien se faire de gré à gré. En effet, en matière d'opérations d'initié, le champ des opérations interdites aux initiés a été élargi.

Alors que dans un premier temps, l'article 10-1 alinéa 1<sup>er</sup> de l'ordonnance de 1967 dans sa rédaction issue de la loi n°88-70 du 22 janvier 1988, visait seulement les opérations réalisées par des initiés « sur le marché ».

De cette rédaction, il a été déduit par une doctrine avisée que « les cessions directes qui sont manifestement étrangères au marché ne peuvent constituer le délit »<sup>236</sup>. Les cessions opérées de gré à gré, réalisées hors marché et à un prix librement débattu ne rentreraient pas dans le champ du délit d'initié<sup>237</sup>.

L'autorité administrative représentée à l'époque par la Commission des opérations de bourse réfutait cette analyse et estimait que les opérations réalisées en dehors du marché pouvaient constituer des manquements à son

---

<sup>235</sup> Article 81 alinéa 1 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

<sup>236</sup> **Bézard (P)**, Juris-Classeur pénal Annexes, V. « Bourse de valeurs » Ed.1987, Fasc 1, n°96.

<sup>237</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.Cit. p. 48.

règlement n°90-08 et des délits d'initié. La Cour d'appel de Paris<sup>238</sup>et la Chambre commerciale de la Cour de cassation<sup>239</sup>avaient conforté partiellement la COB et avaient jugé que les transactions réalisées de gré à gré des actions d'une société cotée sur le second marché de la bourse de Paris avant la publication de mauvais résultats de la société relevait bien du règlement n°90-08 et en conséquence avaient entériné la sanction pécuniaire infligée au dirigeant.

Mais, après transmission au parquet du dossier par la COB, le juge d'instruction avait prononcé un non-lieu en faveur du dirigeant, en considérant qu'une transaction réalisée de gré à gré n'était pas effectuée sur le marché<sup>240</sup>. Les opérations réalisées par des initiés en dehors du marché ne constituaient donc pas une infraction pénale à l'époque.

Ensuite, la mention au marché avait disparu dans la rédaction de l'article 10-1 alinéa 1<sup>er</sup> de l'ordonnance de 1967, issue de la loi du 2 juillet 1996. Dès lors, l'hésitation à ce sujet n'était plus permise. Le champ des transactions interdites aux initiés avait été étendu aux opérations réalisées en dehors du marché. Ainsi, les opérations portant sur des titres négociés sur le marché hors cote peuvent être constitutives d'un délit d'initié même si elles ont été réalisées par négociation de gré à gré.

**141.** Quoique critiqué par certains auteurs<sup>241</sup>qui estiment que cet élargissement va à l'encontre des objectifs de la lutte pénale contre les opérations d'initié. Ceux-ci estiment que les opérations réalisées en dehors du marché ne portent pas atteinte au bon fonctionnement du marché, à l'épargne

---

<sup>238</sup> **Robert (J-H)**, Note sous C.A. Paris 16 mars 1994, J.C.P 1994,II, n°22321.

<sup>239</sup> **Hovasse (H)**, Note sous Cass. Com. 18 juin 1996, Dr. Soc. 1996, n°182.

<sup>240</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.Cit. p. 49.

<sup>241</sup> Notamment **De Vauplane (H) et Denoun (C)**, « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initié », Op.cit. p.4 et **Hovasse (H)**, Note sous Cass. Com. 18 juin 1996, Dr. Soc. 1996, n°182.

publique ou encore à l'ordre public boursier. Ils estiment que leur sanction sur le terrain administratif devrait suffire largement<sup>242</sup>.

Nous pensons, avec d'autres auteurs<sup>243</sup>, que délimiter le champ d'application du délit au marché uniquement encourage des infractions portant atteinte au principe de l'égalité de l'information dans le cadre de cessions directes.

Par ailleurs, un tel élargissement est de nature à améliorer l'efficacité de la répression d'un autre délit boursier : la communication d'une information privilégiée.

#### ***b- La communication d'une information privilégiée***

**142.** Le délit de communication d'une information privilégiée n'était pas prévu par la loi n° 89-49 du 8 mars 1989 relative au marché financier. Dernier né des principaux délits boursiers, il a été introduit en droit tunisien par la loi n°94-117 du 14 novembre 1994. En vertu de l'article 81 alinéa 5 de cette loi, est punissable « toute personne qui, disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée ... l'aura communiqué à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions ».

**143.** En France, le délit de communication d'une information privilégiée a été créé, à la suite du scandale Péchiney, par la loi n° 89-531 du 2 août 1989 sur la sécurité et la transparence du marché financier. Ce délit est désormais codifié à l'article L. 465-1, alinéa 2, du Code monétaire et financier. Incriminant ce qu'un auteur a surnommé de délit de « dîner en ville »<sup>244</sup>. Aux termes de ce

---

<sup>242</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. p. 50.

<sup>243</sup> Notamment **Jeandidier (W)**, « Droit pénal des affaires », Précis Dalloz 2<sup>ème</sup> Ed.1996, n°115 et **Ducouloux-Favard (C)**, « Droit pénal des affaires », Masson 2<sup>ème</sup> Ed. 1993 p. 171.

<sup>244</sup> **Viandier (A)**, « Sécurité et transparence du marché financier » : J.C.P éd. E, 1989, II, n° 15612, spec. n° 43. Une appellation qui ne fait cependant pas l'unanimité. Ainsi, un auteur a estimé qu'elle conférait au délit un caractère non intentionnel qu'il n'a pas. Car le dirigeant, imprudent, qui parle un peu fort lors d'un dîner, et dont les propos sont entendus par un tiers, ne peut encourir les sanctions en question, tant qu'il n'est pas démontré qu'il a intentionnellement communiqué à ce tiers une information qu'il savait privilégiée. (V. **Capdeville (J-L)**, « Le délit de communication d'une information privilégiée : vingt ans après », Bull. Joly Bourse, 01 février 2009 n° 1, p. 69).

dernier article, communiquer à un tiers une information privilégiée acquise lors de l'exercice de sa profession ou de ses fonctions, en dehors du cadre normal de celles-ci est incriminé par l'alinéa 2 de l'article 465-1 du code monétaire et financier. De plus, l'alinéa 3 du même texte, déclare également punissable, pour « toute personne autre que celles » précédemment citées, « possédant en connaissance de cause des informations privilégiées », de communiquer ces dernières à un tiers.

**144.** En définitive, c'est d'une obligation au secret en matière boursière, permettant de sanctionner la seule révélation d'informations privilégiées par un initié, dont il s'agit. De ce point de vue, cette incrimination est venue compléter le dispositif pénal de lutte contre les infractions boursières, car il n'était pas possible jusqu'à la date de l'adoption de cette loi, a priori, de poursuivre l'initié qui s'était contenté de communiquer une information privilégiée à un tiers qui ne l'avait pas utilisée, par la suite, pour réaliser une opération sur le marché<sup>245</sup>.

Car il en est très proche, ce délit est considéré par plusieurs auteurs comme étant une application particulière du délit d'initié<sup>246</sup>. Cela s'explique aisément, car en Tunisie et en France ces deux délits sont prévus par le même article. De même, ils visent les mêmes personnes initiées et portent tous deux sur des informations privilégiées. D'ailleurs, c'est une incrimination qui a été considérée comme une sorte de « délit obstacle »<sup>247</sup>, visant à éviter la commission d'un délit d'initié.

**145.** L'élément matériel de ce délit est simple, il se caractérise par la seule transmission par un initié d'une information privilégiée dès lors que la communication intervient en dehors du cadre normal de la profession ou des fonctions du « tuyauté ». Peu importe alors que le tiers à qui l'information est communiquée réalise ou non l'opération. De même, le moyen par lequel

---

<sup>245</sup> **Capdeville (J-L)**, « Le délit de communication d'une information privilégiée : vingt ans après », Op.cit. p 69.

<sup>246</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Lamy droit pénal des affaires », Ed. Lamy, 2007, n° 1361 ; **Stasiak (F)**, « Droit pénal des affaires », Ed. LGDJ, 2005, p. 252.

<sup>247</sup> **Jeandidier (J)**, « Droit pénal des affaires », Ed. Dalloz, 2005, 6<sup>e</sup> Ed., n° 128.

s'opère la communication est indifférent. Le texte de l'article 465-1 du code monétaire et financier et de l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 n'apportant pas de précision sur la manière dont s'opère cette communication. Celle-ci demeure sanctionnable quel que soit le moyen utilisé pour la réaliser : oral, écrit, etc...<sup>248</sup>

Par contre, le droit tunisien se distingue du droit français par une énième lacune : le texte de l'article 81 omet de rendre punissable les personnes qui reçoivent une information privilégiée à l'occasion de rapports privés. Ceux-ci peuvent, de ce fait, communiquer cette information à autant de personnes qu'ils le veulent sans encourir le moindre risque de sanction.

**146.** L'information privilégiée présente des caractéristiques similaires à celles qui ont été dégagées par la jurisprudence française dans le cadre du délit d'initié. Ainsi, en matière de communication d'informations privilégiées, l'information privilégiée doit être précise, confidentielle, de nature à influencer sur le cours du titre et elle doit s'apprécier objectivement. Par contre, il en va autrement pour ce qui est de l'exigence que l'information ait été déterminante de l'opération réalisée. Dans la mesure où l'élément matériel de l'infraction se limite justement à cette communication, cette exigence n'a pas lieu à trouver application en la matière.

**147.** Ceci dit, toute communication d'une information privilégiée n'est pas frauduleuse. Une lecture à contrario de l'alinéa 5 de l'article 81 de la loi du 14 novembre 1994 nous permet d'affirmer que la communication d'une information privilégiée est autorisée dès lors qu'elle rentre dans le cadre normal de la profession ou des fonctions de la personne qui effectue la communication.

**148.** La même limite est posée par l'article L.465-1 alinéa 2 du code monétaire et financier. En tout état de cause, ce texte permet, à contrario, la

---

<sup>248</sup> **Capdeville (J-L)**, « Le délit de communication d'une information privilégiée : vingt ans après », Op. cit. p. 69.

communication d'informations privilégiées dans le cadre normal des fonctions, pour la préparation d'une offre publique d'achat par exemple<sup>249</sup>.

Cette limite est bien entendu nécessaire, car pour fonctionner les dirigeants sociaux se doivent de communiquer des informations plus ou moins confidentielles à leurs collaborateurs, salariés ou autres conseils et partenaires. Ne pas la prévoir aurait abouti à une paralysie de la société.

**149.** Pourtant, aussi nécessaire qu'elle soit, cette dérogation à « l'obligation de secret », est d'un maniement délicat. Car, cette dérogation est de nature à poser quelques problèmes d'interprétation.

Surtout en Tunisie où l'absence de toute jurisprudence et de toute doctrine en la matière est de nature à introduire une incertitude dans la caractérisation du délit.

En effet, quel sens donner à la formule de « cadre normal de sa profession ou de ses fonctions » ?

**150.** Le recours au droit français peut constituer une aide appréciable susceptible d'éclairer l'interprétation de cette formule.

D'autant plus que, cette formule se retrouve à l'identique à l'article L465-2 du Code monétaire et financier français. On peut donc légitimement penser que si un jour il fallait donner une interprétation à cette notion en droit tunisien, celle-ci se rapprocherait de la notion prévalant en droit français.

En droit français, pour déterminer ce qui rentre dans le « cadre normal de sa profession ou de ses fonctions » et ce qui n'en fait pas partie, il semble que l'identité du destinataire de la communication soit primordiale. Par l'adoption de cette incrimination le législateur a voulu limiter l'information privilégiée à un cercle restreint de professionnels. Mais il a tout de même, entendu autoriser la communication d'informations privilégiées au sein d'une équipe de travail

---

<sup>249</sup> Stasiak (F), « Le délit d'initié mis en scène », Op.cit. p. 40.

préparant une opération (dirigeants, banquiers, avocats et autres conseils, intermédiaires ou autres partenaires)<sup>250</sup>.

**151.** Toutefois, la notion de « cadre normal de sa profession ou de ses fonctions » doit s'interpréter de façon stricte. C'est ce qui ressort d'un arrêt de la Cour de justice des Communautés européennes daté du 22 novembre 2005. En l'espèce, la Cour a estimé que la législation concernant les opérations d'initié s'oppose à ce qu'une personne, représentant des salariés au conseil d'administration ou membre du comité de liaison d'un groupe, communique les informations privilégiées qu'elle aurait reçues, au président de l'organisation professionnelle concernée, sauf s'il existe un lien étroit entre la communication et l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions et si cette communication est strictement nécessaire au dit exercice <sup>251</sup>.

La communication d'une information privilégiée par une personne ne peut donc se justifier que s'il existe un lien étroit entre la communication et l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions et si cette communication est strictement nécessaire à l'exercice de ce travail, cette profession ou cette fonction<sup>252</sup>. Chaque communication supplémentaire augmente, d'ailleurs, le risque d'exploitation de ces informations dans un but contraire à la législation boursière<sup>253</sup>.

**152.** Ainsi, l'identité du destinataire de la communication devrait être essentielle. La communication d'informations privilégiées au sein d'une équipe de travail (dirigeants, banquiers, avocats et autres conseils, intermédiaires ou autres partenaires) préparant une opération (offre publique d'achat, fusion...) ne devrait pas poser de problème quant à leur légalité.

---

<sup>250</sup> **Rontchevsky (N)**, « Liberté d'expression et délits boursiers », Bull. Joly Bourse, 2001, p. 211, § 42.

<sup>251</sup> **Saintourens (B)**, Note sous CJCE, 22 nov. 2005, Bull. Joly Sociétés, 01 mai 2006 n° 5, p. 608 § 127.

<sup>252</sup> **Capdeville (J-L)**, « Le délit de communication d'une information privilégiée : vingt ans après », Bull. Joly Bourse, 01 février 2009 n° 1, p. 69.

<sup>253</sup> **Saintourens (B)**, Note sous CJCE, 22 nov. 2005, Op.cit. p. 608.

Sur ce point, on peut penser qu'un dirigeant préparant une fusion ou le lancement d'une offre publique qui communique une information privilégiée à un banquier ou à un avocat chargés de réaliser l'opération agit dans le cadre normal de ses fonctions. De même, on peut penser qu'il soit normal que ce banquier ou cet avocat communique à son tour l'information privilégiée à un associé ou à un collaborateur.

**153.** De même, la communication d'une information privilégiée par une personne ne devrait se justifier que s'il existe un lien étroit entre la communication et l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions et si cette communication est strictement nécessaire à l'exercice de ce travail, cette profession ou cette fonction<sup>254</sup>.

**154.** En conclusion, malgré une similitude apparente dans la rédaction des textes d'incrimination des opérations d'initié en droits tunisien et français, une différence conséquente devrait apparaître au moment de la caractérisation de l'élément matériel de ces infractions. Là où cette caractérisation apparaît facilitée en France par une jurisprudence bien établie. En Tunisie, la rédaction approximative de l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 et l'absence d'une quelconque jurisprudence devraient constituer une entrave conséquente à la répression des délits d'initié et de communication d'une information privilégiée.

D'ailleurs, l'étude comparée des éléments nécessaires à la caractérisation de ces délits fait apparaître d'autres différences entre droits tunisien et français et ce au niveau de l'élément moral de ces délits boursiers.

### ***B- Un élément moral réduit***

**155.** La réalisation par le dirigeant d'une société cotée en bourse, qui détient une information privilégiée, d'un acte interdit ne suffit pas à elle seule à

---

<sup>254</sup> **Capdeville (J-L)**, « Le délit de communication d'une information privilégiée : vingt ans après », Bull. Joly Bourse, 01 février 2009 n° 1, p. 69.

caractériser une opération d'initié. Pour les besoins d'une telle caractérisation, un élément intentionnel est exigé.

Dans le souci de faciliter l'imputation des délits d'initié et de communication d'une information privilégiée à l'égard des dirigeants sociaux, la jurisprudence française s'efforce de réduire au minimum cet élément. En Tunisie, l'ambiguïté caractérise l'appréciation de l'élément moral du délit d'initié (1) et de communication d'une information privilégiée (2).

### **1- L'élément moral du délit d'initié**

**156.** L'alinéa 1 de l'article 81 de la loi du 14 novembre 1994 incriminant en Tunisie le délit d'initié ne fait aucune allusion à une exigence d'un élément moral.

Est-ce à dire que ce délit peut être caractérisé indépendamment de la preuve d'une intention frauduleuse ?

Il est difficile d'adhérer à une telle affirmation car un prévenu ne peut être reconnu coupable d'un délit que s'il est prouvé qu'il a agi intentionnellement. Ce principe découle de l'article 37 du Code pénal qui dispose que « nul ne peut être puni que pour un fait accompli intentionnellement, sauf dans les cas spécialement prévus par la loi ».

**157.** La caractérisation du délit d'initié est donc subordonnée à la démonstration d'un élément intentionnel.

Néanmoins, le doute reste permis lorsqu'il s'agit de connaître la teneur de l'élément intentionnel exigé en droit tunisien : faut-il démontrer l'intention frauduleuse du dirigeant et sa volonté de tirer profit de l'information privilégiée ou bien suffit-il de démontrer que celui-ci a enfreint l'obligation d'abstention qui est à sa charge lorsqu'il est en possession d'une information privilégiée ?

**158.** A cet égard, la position de la jurisprudence française peut apporter quelques éclaircissements.

L'élément moral du délit d'initié peut être déduit en France de la seule violation de l'obligation d'abstention qui pèse sur tout initié<sup>255</sup>. Cet élément est caractérisé lorsque le dirigeant a agi ou a permis à autrui d'agir, en sachant que l'information dont il disposait était privilégiée.

**159.** Dans un arrêt daté du 28 mai 1991, la Cour d'appel de Douai a estimé que l'intention frauduleuse n'est pas nécessaire pour caractériser le délit à l'encontre de l'administrateur d'une société cotée qui avait procédé avec les membres de sa famille, à des achats importants six mois après que la société a commencé à rechercher un repreneur, pour faire face à de graves difficultés. L'enquête avait établi qu'au moment de ses achats, le prévenu savait qu'une négociation de reprise était en cours et pouvait espérer une revente rapide dans des conditions avantageuses<sup>256</sup>.

**160.** Dans une autre décision du tribunal correctionnel de Paris datée du 26 mars 2006<sup>257</sup>, il a été considéré que le délit d'initié était caractérisé à l'encontre du président du conseil de surveillance d'une société et l'a condamné à payer une amende délictuelle de 100 000 francs.

Pour établir l'existence de l'élément intentionnel du délit, le tribunal a relevé que les directives données à sa société par le prévenu « ne laissent aucun doute quant à la volonté d'acquisition des titres du prévenu, qui se situe pendant la période au cours de laquelle ont lieu les discussions stratégiques au sein de *Self Trade* ». Le tribunal a relevé que les ordres ont été passés, à la demande du prévenu, « au mieux soignant en fonction du marché », de manière à ce qu'ils ne provoquent pas un mouvement anormal de cours susceptible d'éveiller les soupçons des autorités boursières. En l'espèce, le

---

<sup>255</sup> V. à ce sujet notamment, **Bouloc (B)**, Note sous Cass. Crim., 26 oct. 1995, Rev. sociétés, 1996, p. 326 et **Rontchevsky (N)**, Bull. Joly Bourse, 1996, p. 120, § 23.

<sup>256</sup> **Le Cannu (P)**, Note sous C.A. Douai, 28 mai 1991, Bull. Joly Sociétés, 1991, p. 1120, § 389.

<sup>257</sup> **Salomon (R)**, Note sous Trib. Correctionnel de Paris 26 mars 2006, Dr. Soc., 2006, n° 79.

prévenu, président du conseil de surveillance de la société qui allait faire l'objet d'une offre publique d'échange, savait qu'il était interdit d'effectuer des opérations sur le titre pendant les négociations en cours.

L'élément intentionnel du délit d'initié est donc réduit à peu de chose, puisqu'il n'est pas nécessaire que les opérations aient été réalisées avec une intention frauduleuse ou spéculative<sup>258</sup>. La mauvaise foi du prévenu n'a donc pas à être prouvée<sup>259</sup>.

**161.** Cette position de la jurisprudence française qui déduit l'existence de l'élément moral du délit d'initié de la seule violation de l'obligation d'abstention qui pèse sur tout initié peut-elle être reprise par les tribunaux tunisiens ?

Il semble que cette position jurisprudentielle française soit compatible avec la rédaction de l'article 81 alinéa 1 de la loi du 14 novembre 1994. En effet, ce texte incrimine le seul fait de « réaliser » une ou plusieurs opérations.

**162.** D'ailleurs, le texte de l'article 81, ne conditionne pas la caractérisation du délit à l'existence d'une intention spéculative. Dès lors, même si l'opération n'avait pas pour objet de réaliser un profit, le délit peut être caractérisé.

L'élément moral devrait être retenu dès le moment où un dirigeant effectue une opération sur des titres placés par appel public à l'épargne alors qu'il est en détention d'une information privilégiée.

Mais bien sûr, en l'absence de jurisprudence, on ne peut préjuger de ce que sera la position du tribunal qui jugerait d'un tel délit.

**163.** Le législateur semble ainsi avoir facilité la caractérisation de l'élément moral du délit d'initié en promulguant la loi du 14 novembre 1994.

---

<sup>258</sup> **Rontchevsky (N)**, « La responsabilité pénale », Bull. Joly Bourse, 01 mai 2007 n° 3, p. 335 §28.

<sup>259</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)** ; « Infractions boursières », Op.cit p. 55.

En effet, l'incrimination du délit telle qu'issue de la rédaction de l'article 43 la loi n°89-49 du 8 mars 1989 relative au marché financier subordonnait la caractérisation du délit d'initié à la réalisation de profits. Ainsi cette loi punissait le fait pour « Toute personne qui disposant d'informations privilégiées aura réalisé ou sciemment permis la réalisation sur le marché, soit directement soit par des personnes interposées, des opérations ayant engendré des profits illicites ».

Au final, l'élément moral du délit d'initié semble être facilement caractérisable et ce que ce soit en droit tunisien ou français. Cette facilité se vérifie aussi concernant le délit de communication d'une information privilégiée.

## **2- L'élément moral de la communication d'une information privilégiée**

**164.** L'article 81 alinéa 5 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 prévoyant l'incrimination du délit de communication d'une information privilégiée, en Tunisie, ne comporte aucune mention exigeant la caractérisation d'un élément moral.

Néanmoins, à l'instar de ce qui prévaut en ce qui concerne le délit d'initié, ce délit ne peut qu'être intentionnel et ce conformément à l'article 37 du Code pénal<sup>260</sup>.

**165.** Quant à la teneur de cet élément, en l'absence de toute précision législative et de toute jurisprudence portant sur la question, on ne peut qu'émettre des suppositions en se basant sur le droit comparé.

A cet égard, l'impression première dégagée par l'analyse du droit français, pourrait faire penser que le délit de communication d'une information privilégiée n'est qu'un délit matériel qui n'implique aucun élément intentionnel. C'est d'ailleurs, ce que certains auteurs ont affirmé. Selon ceux-ci, cette

---

<sup>260</sup> V. supra p. 89.

infraction serait constituée en l'absence, non seulement de toute faute intentionnelle, mais encore de toute faute d'imprudence ou de négligence.

**166.** Il semblerait cependant, que cette conception du délit de communication d'informations privilégiées soit fautive. Un auteur<sup>261</sup> avance d'ailleurs plusieurs considérations, à même de remettre en cause cette affirmation. En effet, les délits matériels ont été abolis par le nouveau Code pénal<sup>262</sup>. Les seules infractions matérielles subsistant en droit français sont les contraventions.

**167.** Une question subsiste, pourtant. Ce délit est-il intentionnel ou bien est que l'imprudence suffit-elle à le caractériser ?

L'article L465-1 alinéa 2, n'apportant pas de précision sur le sujet, il est légitime de se référer à l'article 121-3 du Code pénal. Aux termes du premier alinéa de ce texte, « il n'y a point de crime ou de délit sans intention de le commettre ». L'alinéa 3 de cet article excepte les cas de faute d'imprudence, de négligence ou de manquement à une obligation de prudence ou de sécurité lorsqu'ils sont prévus par « la loi »<sup>263</sup>.

**168.** On peut donc se risquer à affirmer que l'élément intentionnel du délit ne devrait pouvoir être caractérisé que si l'initié communique, en connaissance de cause, une information privilégiée à une personne en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions.

Ainsi, le professionnel qui aurait de par son imprudence transmis une information privilégiée ne devrait pas pour autant voir sa responsabilité pénale retenue. Ainsi, par exemple un dirigeant qui aurait laissé en vue des

---

<sup>261</sup> **Capdeville (J-L)**, « Le délit de communication d'une information privilégiée : vingt ans après », Op.cit. p 69.

<sup>262</sup> Les délits matériels ont été supprimés par l'article 339 de la loi du 16 décembre 1992, relative à l'entrée en vigueur du nouveau Code pénal qui dispose que « les délits non intentionnels réprimés par des textes antérieurs à l'entrée en vigueur de la présente loi demeurent constitués en cas d'imprudence, de négligence et de mise en danger délibérée de la personne d'autrui, même lorsque la loi ne le prévoit pas expressément ».

<sup>263</sup> Aux termes de l'alinéa 3 de l'article 121-3 du Code pénal « Il y a également délit, lorsque la loi le prévoit, en cas de faute d'imprudence, de négligence ou de manquement à une obligation de prudence ou de sécurité prévue par la loi ou le règlement, s'il est établi que l'auteur des faits n'a pas accompli les diligences normales compte tenu, le cas échéant, de la nature de ses missions ou de ses fonctions, de ses compétences ainsi que du pouvoir et des moyens dont il disposait. »

documents confidentiels<sup>264</sup> ou qui aurait manqué de discrétion lors d'une discussion en public<sup>265</sup> ne saurait en principe se voir imputer le délit de communication d'une information privilégiée.

Par contre, il ne semble pas nécessaire que la communication ait été réalisée avec une intention frauduleuse ou spéculative.

**169.** Au total, il semble que les tribunaux français facilitent l'imputation des opérations d'initié aux dirigeants sociaux, et ce en réduisant au minimum l'élément moral nécessaire à leur caractérisation.

Il s'agit là d'une position rigoureuse qui participe à responsabiliser les dirigeants sociaux.

D'ailleurs, la reproduction d'une telle position par la jurisprudence tunisienne serait possible et souhaitable. En effet, à l'instar du texte français l'alinéa 5 de l'article 81 de la loi du 14 novembre 1994 n'exige pas un élément moral.

**170.** La position adoptée en droit français semble alors compatible avec la rédaction de l'alinéa 5 de l'article 81 de la loi du 14 novembre 1994. Le dirigeant d'une société cotée ne devrait voir sa responsabilité engagée que s'il communique, en connaissance de cause, une information privilégiée. Si la communication se fait de manière fortuite ou si la transmission de l'information privilégiée est due à une imprudence, cela ne devrait pas pour autant conduire à retenir sa responsabilité pénale.

**171.** En conclusion, malgré la similitude des textes d'incrimination, les différences entre droits tunisien et français, relativement aux caractères des opérations d'initié sont nombreuses. En effet, là où la caractérisation de ces délits apparaît facilitée en droit français. En Tunisie, l'ambiguïté des textes d'incrimination et l'absence de toute jurisprudence relative à la question risquent fort d'entraver l'efficacité de la répression pénale des opérations d'initié.

---

<sup>264</sup> **Conte (Ph)**, « Bourses. Activité des marchés d'instruments financiers », J.-Cl. Pénal, fasc. n° 40, spéc. n° 40, annexes, 2004.

<sup>265</sup> **Capdeville (J-L)**, « Le délit de communication d'une information privilégiée : vingt ans après », Op.cit. p 69.

D'ailleurs, les différences ne s'arrêtent pas là. Elles concernent, aussi, les manipulations de marché.

## **Paragraphe 2 : La caractérisation des manipulations de marché : une différence marquée**

**172.** En plus des opérations d'initié, les législations tunisienne et française répriment les manipulations de marché que sont les délits de manipulation de cours et de diffusion de fausses informations.

**173.** En Tunisie, l'incrimination des manipulations de marché ne date pas d'hier. Au départ, ces délits étaient incriminés par l'article 43 de la loi n°89-49 du 8 mars 1989. Désormais prévues par les alinéas 3 et 4 de l'article 81 de la loi du 14 novembre 1994, le contenu de ces incriminations n'a pas vraiment évolué.

Alors que les délits d'initié et de communication d'informations privilégiées ne peuvent être imputés qu'aux seuls professionnels. C'est-à-dire ceux qui disposent d'une information privilégiée du fait de leur profession ou de leurs fonctions. Les manipulations de marché peuvent être imputées à toute personne. Cette précision est assurément bien heureuse.

**174.** En France, ces deux infractions sont aujourd'hui prévues, par le même article L. 465-2 du Code monétaire et financier. Un texte dont le premier alinéa incrimine la manipulation de cours alors que le deuxième alinéa réprime la diffusion de fausses informations. Ce rapprochement entre les deux délits a été opéré par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 et ce en application de la directive communautaire n° 2003/6 CE du 28 janvier 2003<sup>266</sup> relative aux abus

---

<sup>266</sup>**De Vauplane (H) et Daigre (J-J)**, Banque & Droit, janvier-février 2003, p. 38 et Banque & Droit mai-juin 2003, p. 34 ; **Pietrancosta (A)**, RD bancaire et financier 2003, n° 92 ; **Rontchevsky (N)**, « Une réaction des institutions communautaires face aux récents scandales financiers : l'adoption de la directive relative aux abus de marché », R.T.D. com. 2003, p. 531.

de marché qui a placé les deux délits sous la même appellation de manipulations de marché<sup>267</sup>.

**175.** Malgré la similitude apparente de ces textes, plusieurs différences sont à relever entre les deux droits. A l'instar des opérations d'initiés, la caractérisation des manipulations de marché devrait être compliquée, en Tunisie, par une rédaction pas très claire des textes d'incrimination. L'élément matériel de chacun de ces délits, s'avère ambigu. De plus, la caractérisation de ces délits nécessite l'établissement d'une intention délictuelle.

Une situation qui contraste avec le droit français, où comme pour les opérations d'initiés l'imputation des manipulations de marché aux dirigeants sociaux est facilitée par un élément matériel aisément caractérisable (**A**) et un élément moral réduit (**B**).

#### **A- Une caractérisation différente de l'élément matériel**

**176.** L'analyse de l'article 81 alinéa 3 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 en Tunisie et de l'article L. 465-2, alinéa 2 du Code monétaire et financier en France fait apparaître une similitude entre ces deux droits relativement à l'élément matériel du délit de diffusion de fausses informations (**1**). Le constat n'est pas le même en ce qui concerne l'élément matériel du délit de manipulation de cours car des divergences sont relevées entre droits tunisien et français (**2**).

#### **1- Diffusion de fausses informations : Une similarité entre droits tunisien et français**

**177.** L'article 81 alinéa 3 de la loi du 14 novembre 1994<sup>268</sup> pose les éléments nécessaires à la caractérisation du délit de diffusion de fausses informations.

---

<sup>267</sup> **Rontchevsky (N)**, « Révision des délits et manquements boursiers », Banque & Droit n° 108 – juillet-août 2006 p. 14.

<sup>268</sup> L'alinéa 3 de l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 dispose que « Sera punie des peines prévues au premier paragraphe du présent article, toute personne qui aura sciemment répandu dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur la

L'élément matériel du délit consiste dans le fait de répandre dans le public des informations fausses ou trompeuses concernant des titres placés par appel public à l'épargne.

Les mêmes éléments sont retenus par l'article L. 465-2, alinéa 2 du Code monétaire et financier<sup>269</sup>. Ainsi, en France, l'élément matériel de ce délit consiste dans le fait de répandre dans le public des informations fausses ou trompeuses concernant des titres cotés.

Les points de convergence entre droits tunisien et français sont de ce fait, abondants.

**178.** Tout d'abord, le moyen par lequel l'information fausse a été diffusée n'a pas d'importance. L'information peut avoir été diffusée par n'importe quel biais tel par exemple la publication d'un article de presse ou d'un prospectus, la distribution de tracts ou de circulaires, des propos tenus à l'occasion d'une émission radio ou de télévision ou à l'occasion d'une réunion avec des analystes financiers<sup>270</sup>, par la création d'un site Internet<sup>271</sup> ou encore la publication d'un communiqué officiel...

**179.** Ensuite, la nature de l'information, n'est précisée ni par l'alinéa 3 de l'article 81 de la loi n°94-117 ni par l'article L.465-2 alinéa 2 du Code monétaire et financier. On peut donc penser qu'il peut s'agir de communications de toutes sortes.

---

situation ou les perspectives d'un émetteur de titres faisant appel public à l'épargne ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, de nature à agir sur les cours. »

<sup>269</sup> D'après l'article L465-2, alinéa 2 du Code monétaire et financier « Est puni des peines prévues au premier alinéa de l'article L. 465-1 (à savoir des peines du délit d'initié) le fait, pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours ».

<sup>270</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit p 70.

<sup>271</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, Note sous TGI Paris, 9 janv. 2004, no 9928592017, X, Y et Sté Edelman SA c/ Sté Belvédère SA, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2004 n° 3, p. 255. En l'espèce, le président d'une société, a organisé une campagne de communication véhiculant des informations mensongères sur le titre d'un concurrent en publiant, notamment par voie de presse et par la création d'un site internet.

On peut penser par exemple à la diffusion d'états financiers annuels<sup>272</sup>, des affirmations contenues dans le rapport annuel sur la gestion de la société, l'exposé sur les résultats des activités, leur évolution prévisible<sup>273</sup>, la publication de comptes sociaux consolidés<sup>274</sup>, un communiqué, de documents de référence mais aussi d'articles de presse, de propos tenus au cours d'une interview, de renseignements donnés sur des forums regroupant des investisseurs<sup>275</sup> ou encore de la diffusion de prévisions de résultats<sup>276</sup>.... Toutes ces communications devraient pouvoir faire l'objet d'une incrimination pour diffusion de fausses informations.

**180.** L'incrimination est donc très large en ce qui concerne le moyen de diffusion de l'information et la nature de celle-ci. Il suffit que l'information soit diffusée dans le public<sup>277</sup>. L'alinéa 3 de l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 et l'article L465-2 alinéa 2 du Code monétaire et financier sont clairs sur ce point.

Il doit tout de même s'agir d'une information fausse ou trompeuse. Le texte de l'article L465-2 exige que les informations diffusées dans le public soient fausses, autrement dit mensongères, ou trompeuses, autrement dit dolosives<sup>278</sup>. L'infraction peut ainsi être caractérisée si l'information est « simplement tendancieuse, imprécise ou encore partielle dès lors que telle qu'elle est présentée, elle est de nature à tromper le destinataire »<sup>279</sup>.

---

<sup>272</sup> Article 3 bis de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 inséré par la loi n°2005-96 du 18 octobre 2005, art.15

<sup>273</sup> Article 3 nouveau la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 inséré par la loi n°2005-96 du 18 octobre 2005, art.15.

<sup>274</sup> **Rontchevsky (N)**, Note sous Cass. Crim., 4 novembre 2004 : Bull. Joly Bourse, 2005, p. 257, § 79 ; **Salomon (R)**, Note sous Cass. Crim., 17 mai 2006, Dr. Soc., 2006, n° 191.

<sup>275</sup> **Rontchevsky (N)**, « La responsabilité pénale », Op.cit. p. 335 §39.

<sup>276</sup> **Dolidon (G)**, Note sous C.A. Colmar, 14 octobre 2003, n° 1 A 01/03432, X c/ SA Eurodirect Marketing, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2004 n° 4, p. 466.

<sup>277</sup> **Jeandidier (W)**, « Droit pénal des affaires », Dalloz, 6<sup>e</sup> Ed., 2005, n° 130.

<sup>278</sup> **Rontchevsky (N)**, « La responsabilité pénale », Op.cit. § 42.

<sup>279</sup> **Thin (Ch)**, « La fausse information du marché et le délit d'initié in Entreprise : information et rumeur », RJ. com., 2005, hors-série, p. 71, spéc. II, A, p. 77.

**181.** Il devrait en être de même en Tunisie, les informations diffusées dans le public doivent s'avérer fausses, c'est-à-dire mensongères ou trompeuses, c'est-à-dire dolosives<sup>280</sup>.

Dernière exigence, l'information en cause doit être « de nature à agir sur les cours ».

De la formule utilisée, on peut déduire qu'il suffit qu'il soit possible que l'information agisse sur les cours. Cela n'implique pas forcément la réalisation d'opérations sur les titres ni même de variations de cours de titres<sup>281</sup>. Il n'est donc pas requis que l'information cause un résultat concret. Il suffit qu'il soit possible que l'information agisse sur les cours<sup>282</sup>.

**182.** A l'image de ce qui prévaut en droit français, ce délit devrait être considéré en Tunisie comme « une infraction formelle, dont le résultat ne fait pas partie de ses éléments constitutifs »<sup>283</sup>.

Ainsi, il importe peu que l'effet recherché par l'auteur de la fausse information ne se soit pas produit<sup>284</sup>. Par exemple, il a été jugé en France que des informations répandues par un président de société présentant une société concurrente comme « une société à risque » ont « pu avoir, compte tenu de la date choisie pour mettre en place le site internet, de la conjoncture boursière défavorable, un effet d'aggravation certain de la tendance baissière du titre de la société »<sup>285</sup>.

**183.** Au final, la conception de l'élément matériel du délit de diffusion de fausses informations devrait être quasiment identique en droits français et tunisien. Une identité qu'on ne retrouve pas lorsqu'on étudie l'élément matériel du délit de manipulation de cours.

---

<sup>280</sup> **Rontchevsky (N)**, « La responsabilité pénale », Op.cit. § 42.

<sup>281</sup> **De Vauplane (H) et Simart (O)**, « La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA », Rev. de Droit bancaire et bourse, 1996 p. 164.

<sup>282</sup> **Rontchevsky (N)**, « La responsabilité pénale », Op.cit. § 43.

<sup>283</sup> **Robert (J-H) et Matsopoulou (H)**, « Droit pénal des affaires », PUF, 2004, n°284.

<sup>284</sup> C.A. Paris, 1<sup>er</sup> février 2000, Juris-Data, n°2000-104644.

<sup>285</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, Note sous TGI Paris, 9 janvier 2004, Op.cit. p. 255.

## **2- Manipulation de cours : Une différence entre droits tunisien et français**

**184.** Le délit de manipulation de cours qui a été introduit en droit tunisien par la loi n°89-49 du 8 mars 1989, est aujourd'hui prévu par l'alinéa 4 de l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994<sup>286</sup>.

Ce texte précise l'élément matériel de cette infraction. Celui-ci consiste dans le fait pour toute personne d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, sur le marché d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché ou d'induire autrui en erreur.

**185.** En France, le délit de manipulation de cours qui était incriminé par l'article 419 du Code pénal, fût abrogé par négligence en 1986. Pas pour longtemps car il a été rétabli par la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 qui l'a inséré dans l'ordonnance de 1967.

Aujourd'hui, ce délit se retrouve codifié à l'article L.465-2 alinéa 1<sup>er</sup> du Code monétaire et financier qui précise l'élément matériel du délit de manipulation de cours. Celui-ci, consiste dans le fait d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur.

Bien qu'il s'agisse de l'infraction boursière la plus ancienne puisqu'elle date du 3 décembre 1926<sup>287</sup>, la manipulation de cours était considérée jusqu'à il n'y a

---

<sup>286</sup> Il est à noter, que la rédaction du texte d'incrimination de ce délit issue de la loi du 14 novembre 1994 opère un élargissement de l'incrimination par rapport à la loi n°89-49 du 8 mars 1989. En effet, désormais la tentative de manipulation de cours est punissable.

De même, le champ des manœuvres a été élargi par la loi n°94-117 du 14 novembre 1994, pour englober les manœuvres ayant pour objet d'induire autrui en erreur.

<sup>287</sup> **De Vauplane (H) et Simart (O)**, « La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA », Op. cit. p. 158. Cette loi, de portée générale, a introduit la manipulation de cours en matière boursière, en ajoutant les « effets privés » à la liste de l'article 419-2, 2° du Code pénal qui

pas si longtemps comme le parent pauvre de la répression boursière. Tant étaient exceptionnelles les poursuites et les sanctions de cette infraction<sup>288</sup>. Mais, force est de constater que sous l'impulsion de l'Autorité des Marchés Financiers la donne a depuis changé. Cette affirmation étant surtout vraie pour la répression du manquement administratif<sup>289</sup>.

**186.** Malgré une rédaction très proche des textes d'incrimination, l'élément matériel du délit de manipulation de cours diffère en Tunisie et en France.

En France, cet élément présente une double facette. Il doit s'agir d'une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché. De même, cette manœuvre doit induire autrui en erreur. Cette double exigence rend difficile la preuve de l'existence d'un délit de manipulation de cours<sup>290</sup>.

Diversement, en Tunisie, l'élément matériel du délit consiste en une manœuvre ayant pour objet soit d'entraver le fonctionnement régulier du marché ou d'induire autrui en erreur. Sur ce point la loi tunisienne se distingue par rapport à la loi française par des conditions d'imputation plus souples. En effet, là où la loi française pose une double exigence qui rend difficile la preuve de l'existence d'un délit de manipulation de cours. La législation tunisienne pose deux conditions supplétives, ce qui aurait dû faciliter la mise en œuvre de ces sanctions.

**187.** Mais voilà, le texte n'apporte pas de précisions quant à la notion de manœuvre. Cette notion demeure donc vague et manque cruellement de précision. Le chercheur ne pourra d'ailleurs pas compter sur une quelconque

---

incriminait la hausse ou la baisse artificielle des prix, des denrées, marchandises et effets publics résultant d'une action sur le marché, dans le but de se procurer un gain qui ne serait pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande. (**Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**) ; « Infractions boursières », Op.cit. p. 73.

<sup>288</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris, 2 février 2007, n° 06/08079, Deveaux et SA Fideuram Wargny, Bull. Joly Bourse, 01 mars 2007 n° 2, p. 200.

<sup>289</sup>En témoigne le nombre relativement élevé de poursuites et de condamnations recensées sur le site l'AMF, 16 décisions depuis 2005. [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

<sup>290</sup> **Coscas (G)**, « Mémento des marchés monétaires et financier », SEFI éditions, 2003 p 831.

jurisprudence pour dissiper le brouillard qui entoure cette notion. Il en sera donc encore et toujours réduit à lorgner sur le droit comparé.

Il faut dire, à ce propos, que le recours au droit français est d'une aide appréciable. En effet, les tribunaux français ont caractérisé plusieurs manœuvres constitutives d'une manipulation de cours.

**188.** Ainsi, il a été jugé que l'élément matériel du délit, était constitué de la part du dirigeant d'une société, dans la mesure où les quantités de titres de sa société achetées, directement et par personne interposée, excédaient très largement la liquidité habituelle du marché de ce titre (le nombre de titres acquis représentant jusqu'à 86,97 % du marché au cours de la période litigieuse) et que cet achat massif avait permis d'atteindre l'objectif de cours fixé par le dirigeant de la société<sup>291</sup>.

**189.** De même, la technique dite de la « bouilloire » qui consiste dans le fait de choisir un titre dont le marché est étroit et sensible et à le manipuler rapidement à la hausse, en passant de très nombreux ordres d'achat de manière à persuader les spéculateurs de l'imminence d'une opération sur ce titre pour les conduire à entretenir la hausse ; a fait l'objet d'une condamnation par le Tribunal correctionnel de Paris<sup>292</sup>.

Aussi, une manipulation du cours de titres cotés sur le Marché libre, par saisie puis annulation des ordres quelques minutes avant le fixing peut être constitutive d'un délit de manipulation de cours<sup>293</sup>.

**190.** D'autres comportements sont aussi répertoriés comme constituant des manipulations de cours. Ainsi, un rapport parlementaire datant de la fin des

---

<sup>291</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris, 2 février 2007, Op. cit. p. 200 §6.

<sup>292</sup> Trib. correctionnel Paris 14 mars 1990, Bull. Joly 1990, p777 §231 cité par **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)** ; « Infractions boursières », Op.cit p 78.

<sup>293</sup> **Salomon (R)**, Note sous C.A. Paris, 30 novembre 2004, Dr. Soc., 2005, n° 203 qui confirme l'arrêt du Tribunal correctionnel de Paris, 26 septembre 2003, V. Dr. sociétés, 2004, no 116, obs **Salomon (R)** ; Dans le même sens **Salomon (R)**, Note sous Trib. Correctionnel de Paris, 8 juin 2005 : Dr. Soc., 2006, n° 97.

années 1980<sup>294</sup>, a envisagé diverses pratiques et particulièrement « celles qui consistent à créer par des ventes à découvert des mouvements de baisse importants du cours des actions d'une société, non motivée par la situation de la société, suivis du rachat d'une quantité plus importante de titres à un cours trop bas, le profit étant réalisé lorsque les cours remontent à un niveau normal ». Le même rapport cite aussi les pratiques « qui consistent à procéder à la même opération par la diffusion de nouvelles ou de rumeurs, ou par des offres de ventes situées systématiquement très près du niveau des transactions en baisse afin d'accélérer la baisse »<sup>295</sup>.

**191.** D'autre part, la directive communautaire n° 2003/6 CE du 28 janvier 2003 relative aux abus de marché donne quelques exemples de manipulations de cours. Il en est ainsi, de l'opération consistant en l'achat d'un instrument financier pour son propre compte avant de recommander son achat à d'autres, puis de le vendre en réalisant un profit du fait de la hausse du cours induite par la recommandation (scalping). La directive cite aussi, le fait de diffuser de fausses rumeurs afin de provoquer un mouvement d'achat ou de vente sur un titre. Ou encore la communication de fausses informations sur des faits importants et la non-communication de faits ou d'intérêts importants<sup>296</sup>.

**192.** De même, on peut penser qu'à l'instar de ce qui prévaut en droit français, l'infraction devrait être constituée indépendamment du résultat effectif des manœuvres sur le marché. Ainsi, le délit devrait être caractérisé si l'acte avait pour objectif d'entraver le fonctionnement régulier du marché. Et ce même si le but n'est pas atteint ou ne pouvait pas l'être<sup>297</sup>. C'est ce que l'on peut comprendre de l'utilisation par le législateur de l'expression « manœuvre ayant pour objet »<sup>298</sup>.

---

<sup>294</sup> Rapport du député Auberger, Document AN 1987-1988, 1<sup>ère</sup> section, Rapport n°1159, p. 113.

<sup>295</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. p. 76.

<sup>296</sup> **Rontchevsky (N)**, « La responsabilité pénale », Op.cit. § 51.

<sup>297</sup> **Guyon (Y)**, « Aspects juridiques de la manipulation de cours », Rapport moral sur l'argent dans le monde, 1995, p. 87.

<sup>298</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. p. 76.

**193.** Ceci étant dit, en France, une hausse ou une baisse artificielle des cours ne suffit pas à établir l'infraction car il faut démontrer l'erreur d'autrui (épargnant, investisseur...), incité à tort à acheter ou à vendre ses titres par la manœuvre. Cette exigence permet de ne pas inquiéter les auteurs des pratiques qui contribuent au bon fonctionnement du marché. Est donc justifiée, la stabilisation des cours visant à mettre fin à des fluctuations excessives ou ayant pour objectif le maintien de cours après une cession d'un bloc de contrôle, qui permet de faire bénéficier les petits porteurs du cours applicable à la transaction principale<sup>299</sup>.

Ainsi, il a été jugé<sup>300</sup> que ne constitue pas le délit de manipulation de cours, une intervention massive sur les titres d'une société devant faire l'objet d'une offre publique, qui a été effectuée dans le dessein de stabiliser les cours et assurer la liquidité des titres de sorte que les prévenus n'avaient pas la volonté de nuire au marché<sup>301</sup>.

Il devrait en être autrement en Tunisie, car contrairement au droit français, il n'est pas exigé de démontrer l'erreur d'autrui, incité à tort à acheter ou à vendre ses titres par la manœuvre.

**194.** Quoiqu'il en soit, même si le recours au droit comparé permet dissiper certaines incertitudes. Il n'en demeure pas moins, que l'interprétation de ces différentes conceptions inédites en droit tunisien, s'avère particulièrement malaisée.

Cet état de fait est d'autant plus gênant, que l'on évolue en matière pénale, où l'interprétation des textes doit se faire de manière stricte.

**195.** Cette ambiguïté se traduit, d'ailleurs, dans la pratique boursière tunisienne. On a vu par exemple récemment, plusieurs transactions de blocs

---

<sup>299</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », op.cit p 77.

<sup>300</sup> Trib. Correctionnel de Paris, 5 mars 1993, RJDA, 1993, n° 813.

<sup>301</sup> **Rontchevsky (N)**, « La responsabilité pénale », Op.cit. § 48.

sur le titre SOMOCER, portant sur 7,4 millions de titres, soit 30% du capital de l'entreprise, pour une valeur totale de plus de 22 millions de dinars.

Il s'agirait essentiellement de la cession par un des actionnaires de la totalité de sa participation dans ladite société à un autre groupe privé à un prix moyen convenu. Afin d'atteindre le prix cible, des opérations d'achats et de vente ont été orchestrées.

Cette opération serait d'ailleurs relativement courante sur le marché boursier tunisien. Ainsi, lorsque l'actionnaire entend céder sa participation en bloc à un prix convenu avec l'acheteur et qui serait plus important que le cours de l'action à cette date, ceux-ci provoquent des demandes sur ce titre jusqu'à atteindre le cours objectif pour permettre la finalisation de la vente de bloc.

Ces manipulations seraient justifiées par le souci de détourner la réglementation du marché qui oblige à ce que la cession de bloc soit réalisée au cours du marché.

A notre sens, ces opérations devraient être considérées comme étant des manipulations de cours. Surtout, qu'à cause de ce genre d'opération des petits porteurs intrigués par ces mouvements et par l'évolution des cours peuvent être induits en erreur et acquérir le titre à un cours qui ne correspond pas forcément à la situation réelle de l'entreprise<sup>302</sup>.

Le législateur aurait dû anticiper ces difficultés et énoncer certains exemples de pratiques assimilables à des manœuvres pouvant caractériser une manipulation de cours. Une liste qui, bien sûr ne doit pas être limitative, au vu du caractère extrêmement technique et mouvant de la matière. Mais indicative, afin de guider les autorités judiciaires désirant mettre en œuvre des poursuites et réduire les incertitudes inhérentes à ce type de procédure.

---

<sup>302</sup> **El Oudi (O)**, « Bourse : Action Somocer, manipulations de cours pour des transactions de blocs ? », [www.webmanagercenter.com](http://www.webmanagercenter.com) 03 Octobre 2011, <http://finance.webmanagercenter.com/article-111024-tunisie-bourse-action-somocer-manipulations-de-cours-pour-des-transactions-de-blocs>

**196.** Enfin, une dernière question se pose : quels sont les titres concernés par le délit de manipulations de cours ?

Sur ce point, il est à signaler qu'en Tunisie, le délit de manipulation de cours concerne les opérations faites sur le marché d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne ». Le domaine de ce délit, à l'instar des autres délits boursiers, s'avère donc particulièrement large, plus large qu'en droit français. Il est susceptible d'englober tous les titres placés par appel public à l'épargne même ceux qui ne sont pas cotés à la Bourse des valeurs mobilières de Tunis.

**197.** Par contre, en France, le domaine d'incrimination du délit de manipulation de cours, à l'instar des autres délits boursiers, ne s'étend qu'aux opérations relatives à « des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ».

Pour ce délit, il s'agit là d'une nouveauté apportée par la loi du 26 juillet 2005. Car ce délit pouvait auparavant s'appliquer à un marché d'instruments financiers non réglementé (comme le Marché libre ou Alternext par exemple).

Aujourd'hui, tout comme les autres délits boursiers, cette infraction ne peut s'appliquer qu'aux titres cotés sur un marché réglementé<sup>303</sup>.

Les délits boursiers ne concernent donc pas le marché libre et AlterNext pour lesquels le fonctionnement régulier n'est pas garanti.

Cet état de fait est explicable par la réalité de ces marchés majoritairement fréquentés par des investisseurs professionnels capables d'apprécier ce type de risque et de s'en prémunir. Les non-professionnels se retrouvent ainsi encouragés à préférer les investissements ayant pour cadre, les marchés

---

<sup>303</sup> **Rontchevsky (N)**, « Révision des délits et manquements boursiers », Banque et Droit n°108 juillet-août 2006 p. 14.

réglementés s'ils veulent bénéficier, en principe, d'une protection légale étendue<sup>304</sup>.

Aussi, le Code monétaire et financier ne vise pas, contrairement au règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les opérations réalisées sur des titres non encore admis aux négociations sur un marché réglementé mais pour lesquels une demande d'admission sur un tel marché a été présentée<sup>305</sup>. Cela veut dire que ces titres peuvent être concernés par des manquements administratifs mais pas par des incriminations pénales.

**198.** En fin de compte, sur ce point aussi, le législateur tunisien paraît mieux inspiré que son homologue français. Car limiter le champ de la répression du délit de manipulation de cours aux seuls titres admis aux négociations sur des marchés réglementés encourage la commission de ce délit hautement dommageable en dehors du cadre de ces marchés.

Au final, si la poursuite et la sanction du délit pénal demeure rare en France ou inexistante en Tunisie. La faute n'est pas uniquement imputable à l'élément matériel du délit mais aussi à la difficulté extrême de la caractérisation de son élément moral.

### ***B- Une caractérisation différente de l'élément moral***

**199.** Pour être sanctionnés, les délits de diffusion de fausses informations (1) et de manipulation de cours (2) doivent avoir été réalisés avec une intention coupable : l'élément moral doit être caractérisé par le juge<sup>306</sup>.

---

<sup>304</sup> **Stasiak (F)**, « Le délit d'initié mis en scène », Op.cit. p. 40.

<sup>305</sup> **Rontchevsky (N)**, « La responsabilité pénale », Op.cit. p. 335 §18 et 19.

<sup>306</sup> **Peyramaure (Ph)**, « Diffusion de fausses informations et manipulation de cours », Rj.com p. 162.

## **1- La diffusion de fausses informations : une similitude entre droits français et tunisien**

**200.** Le délit d'« intoxication boursière »<sup>307</sup> a toujours comporté un élément intentionnel. Au départ, le texte prévoyant l'infraction<sup>308</sup> en France, exigeait même un dol spécial, dans la mesure où la diffusion de l'information devait être faite « afin d'agir sur le cours des titres ». De par cette exigence, la preuve de l'infraction et la tâche des juridictions répressives se trouvaient particulièrement compliquées<sup>309</sup>. Mais, depuis la loi du 22 janvier 1988 qui a supprimé la mention qui voulait que la diffusion de l'information devait être faite « afin d'agir sur le cours des titres », la démonstration d'un dol spécial n'est plus nécessaire. L'infraction peut être donc caractérisée dès lors que la personne a agi sciemment.

C'est-à-dire en connaissance du caractère faux ou trompeur de l'information diffusée<sup>310</sup>. Mais sans qu'il soit nécessaire d'établir qu'elle avait l'intention d'agir sur le cours des titres<sup>311</sup>.

En effet, malgré la disparition de l'adverbe « sciemment » de la rédaction de l'article L465-2 du Code monétaire et financier, il n'y a pas de doute sur le fait qu'il s'agit d'un délit intentionnel. L'article 121-3 du Code pénal posant le principe général en vertu duquel « il n'y a point de crime ou de délit sans intention de le commettre ».

**201.** En Tunisie, l'alinéa 3 de l'article 81 de la loi du 14 novembre 1994 rend punissable toute personne qui aura « sciemment » répandu dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses

---

<sup>307</sup> Formule utilisée par le professeur Jeandidier pour qualifier le délit de fausse information du public, **Jeandidier (W)**, « Droit pénal des affaires », Dalloz, 6<sup>e</sup> Ed., 2005, n°130, L'âge adulte (de 1950 à aujourd'hui).

<sup>308</sup> Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 10-1, al. 3

<sup>309</sup> **Rontchevsky (N)**, « La responsabilité pénale », Op.cit. § 44.

<sup>310</sup> **Coscas (G)**, « Mémento des marchés monétaires et financier », Op.cit. p.828.

<sup>311</sup> **Rontchevsky (N)**, « La responsabilité pénale », Op.cit. § 45.

concernant des titres placés par appel public à l'épargne, de nature à agir sur les cours.

**202.** On peut alors se poser la question de savoir si la démonstration de la connaissance du caractère erroné ou trompeur de l'information répandue dans le public suffit à la caractérisation du délit. Ou bien s'il faut prouver non seulement la connaissance du caractère erroné ou trompeur de l'information propagée mais aussi avoir pour objectif d'agir sur les cours ?

La réponse à cette question ne manque pas de soulever quelques doutes. Et là encore, le recours au droit français peut éclairer notre lanterne.

Même si le texte de l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 diffère du texte de l'article L465-2 du Code monétaire et financier. En ce sens qu'il contient en plus la mention de l'adverbe « sciemment ». Cet ajout ne devrait pas mener à une différence d'interprétation entre le droit tunisien et le droit français.

Ainsi, on peut avancer que pour sanctionner pénalement un dirigeant d'une société cotée, il faudra démontrer que celui-ci a agi « sciemment », c'est-à-dire de mauvaise foi, en pleine connaissance, du caractère faux ou trompeur des informations répandues dans le public<sup>312</sup>. Par ailleurs, nous ne pensons qu'il faille établir que le dirigeant ait eu pour objectif d'agir sur les cours.

Par ailleurs, la caractérisation du délit de manipulation de cours nécessite, de même, la caractérisation d'un élément moral et ce que ce soit en Tunisie ou en France. Néanmoins, sur ce sujet quelques différences apparaissent entre les deux droits.

---

<sup>312</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. p. 71.

## **2- La manipulation de cours : une différence entre droits tunisien et français**

**203.** L'alinéa 4 de l'article 81 de la loi du 14 novembre 1994 déclare punissable, en Tunisie, quiconque aura « sciemment » exercé ou tenté d'exercer sur le marché d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché ou d'induire autrui en erreur.

Il en est autrement en France où l'exigence d'un élément moral a disparu du texte de la loi française depuis la modification apportée par la loi du 2 juillet 1996 à l'article L 465-2 du Code monétaire et financier<sup>313</sup>. En effet, si l'ancien texte comportait l'adverbe « sciemment », celui-ci a été supprimé par les codificateurs du Code monétaire et financier.

Toutefois, la suppression de l'adverbe « sciemment » ne devrait pas conduire à une différence d'interprétation entre droits tunisien et français. En effet, en France, l'absence de cet adverbe n'enlève pas à l'infraction son caractère intentionnel<sup>314</sup>. Puisqu'il faut démontrer l'intention coupable de la personne poursuivie.

La solution devrait, en conséquence, être la même en Tunisie et en France : ce délit ne peut être considéré que comme intentionnel. La notion même de manœuvre supposant un comportement délibéré.

**204.** Cependant, caractériser l'élément moral du délit de communication d'une information privilégiée est plus compliqué en France qu'en Tunisie. En effet, en droit français le délit requiert également un dol spécial. Ainsi, la manœuvre doit intervenir dans le but d'entraver le fonctionnement régulier du marché et d'induire autrui en erreur.

---

<sup>313</sup> **Coscas (G)**, « Mémento des marchés monétaires et financier », Op.cit. p. 831.

<sup>314</sup> Et ce en vertu du principe général énoncé à l'article 121-3 du Code pénal, V. supra pp. 93 et 108.

Une telle condition a pour conséquence de compliquer la tâche du juge pénal. En effet, celui-ci doit établir que l'auteur du délit a voulu tromper le ou les investisseurs ayant acquis ou cédé des titres en raison de la manœuvre illicite.

L'exigence de cet élément moral a, en raison des difficultés de preuve, conduit à des condamnations pénales très rares en France, sauf en présence de manœuvres grossières<sup>315</sup>.

**205.** Il reste que la jurisprudence a tendance à simplifier la caractérisation de l'élément moral de l'infraction.

Une décision de la Cour d'appel de Paris illustre ces propos. En l'espèce, le dirigeant de la société Deveaux avait fait procéder à d'importants rachats de titres de la société, tant par cette dernière que par sa société mère. Celle-ci rétrocédait ensuite les titres acquis à sa filiale. Ces opérations avaient pour objectif de rehausser le cours de l'action, avec pour dessein de redonner au titre de la société sa valeur réelle.

La Cour d'appel de Paris a confirmé la caractérisation du délit de manipulation de cours à l'encontre du dirigeant en retenant tant les éléments matériels que l'élément moral du délit.

Il est vrai que le volume des transactions en cause dépassait allégrement les limites permises par la réglementation boursière en matière de rachat de ses propres actions par une société. La manœuvre incriminée était constituée par l'intervention de la société mère qui n'achetait les titres que pour les rétrocéder ensuite à sa filiale, permettant de dissimuler le caractère artificiel de la remontée du cours de l'action. Pour ce qui est de l'élément moral, exigé par le texte et nécessitant l'établissement d'un dol spécial, consistant dans le fait d'induire autrui en erreur de par ces manœuvres. La cour d'appel le déduit de l'action exercée sur le marché et de la volonté d'en altérer le fonctionnement naturel. Ainsi, « en procédant comme il a été dit, (le dirigeant) avait nécessairement pour but, et a eu conscience, d'entraver le fonctionnement

---

<sup>315</sup> **Rontchevsky (N)**, « Révision des délits et manquements boursiers », Op. cit. p. 14.

normal du marché, et ipso facto, d'induire les tiers en erreur sur la liquidité et la tendance haussière du titre ». Dans une démarche classique commune aux divers délits boursiers la Cour déduit l'élément moral de l'existence de l'élément matériel <sup>316</sup>.

**206.** Aussi, la jurisprudence considère que le mobile n'a guère d'importance. Ainsi, la Cour d'appel de Paris a jugé, dans une décision datée du 30 novembre 2004<sup>317</sup>, que le délit était caractérisable à l'encontre du prévenu qui invoque une simple volonté de tester le marché dès lors qu'il a bien agi en vue de modifier le cours normal du titre, en ayant pleinement conscience des conséquences très probables d'écrasement de ce dernier.

**207.** En Tunisie, la caractérisation de l'élément moral de ce délit devrait s'avérer relativement plus aisée. Le texte de l'article 81 de la loi du 14 novembre 1994 requiert, en effet, la démonstration du fait que la manœuvre du dirigeant a été opérée, non seulement en connaissance de cause, mais aussi avait pour but d'entraver le fonctionnement régulier d'un titre placé par appel public à l'épargne ou d'induire autrui en erreur. De ce fait, la caractérisation du délit n'impose pas, comme en droit français, la démonstration d'une volonté spéciale de nuire au marché ou d'induire autrui en erreur<sup>318</sup>.

**208.** L'élément moral du délit de manipulation de cours devrait donc pouvoir être prouvé plus facilement en droit tunisien qu'en droit français. On ne peut,

---

<sup>316</sup> **Le Bars (B) et Thomasset-Pierre (S)**, « Droit des marchés financiers », mai 2006 - mai 2007, D. 2007 p. 2418.

<sup>317</sup> **Salomon (R)**, Note sous C.A. Paris, 30 novembre 2004, Dr. Soc. 2005, comm.203.

<sup>318</sup> En France, la jurisprudence avait estimé que lorsque les auteurs des opérations incriminées sont intervenus sans se dissimuler et qu'il s'agissait dans leur esprit moins d'en fausser le jeu normal que d'en faire cesser des manifestations jugées, peut-être à tort, excessives ou aberrantes, l'élément moral n'était pas constitué.

Ainsi, il a été jugé que le délit n'était pas caractérisé dans le cas où l'intervention massive sur les titres d'une société devant faire l'objet d'une offre publique d'échange avait eu lieu au grand jour pour stabiliser les cours et assurer la liquidité des actions et ce puisque les prévenus n'avaient pas eu la volonté de nuire au marché.

(V. à ce sujet **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. pp. 78 et 79).

en conséquence, imputer l'absence de décisions judiciaires sanctionnant ce délit à la difficulté d'en prouver l'élément moral.

La raison est à chercher ailleurs, sûrement dans le manque d'initiative et de volonté des autorités judiciaires dans la lutte contre la délinquance boursière<sup>319</sup>. Et ce même s'il est vrai que ces autorités sont mal servies par quelques insuffisances, qu'on a démontré, des textes portant répression des délits boursiers et qui compliquent la caractérisation de ces infractions. Des insuffisances dont la manifestation la plus gênante reste l'irresponsabilité pénale des sociétés faisant appel public à l'épargne.

**209.** Au contraire, en France, une jurisprudence bien établie, intégrant la nécessité de faciliter la répression des infractions boursières, a décrit avec précision les critères des différents délits boursiers. De plus, les deux dernières décennies ont connu l'émergence d'un régime complet consacrant la responsabilité pénale des personnes morales.

---

<sup>319</sup> V. infra pp. 142 et s.

## SECTION II

### LES SOCIETES COTEES EN BOURSE : DES SITUATIONS CONTRASTEES

**210.** Sans volonté propre, les sociétés ne sont qu'un être artificiel ; incapables d'agir, si ce n'est par l'intermédiaire d'une personne physique.

C'est sûrement pour cela que pendant longtemps, la seule responsabilité pénale qui pouvait être retenue au sein de l'entreprise était celle du dirigeant.

Les pays du Common Law comme le Royaume-Uni<sup>320</sup>, les Etats-Unis et le Canada ont été les premiers à admettre le principe de responsabilité pénale des personnes morales. Parfois même dès le 19<sup>ème</sup> siècle, même si les solutions retenues par ces droits étaient parfois d' « origine jurisprudentielle et d'un maniement malaisé »<sup>321</sup>.

Certains Etats socialistes ont par la suite adopté cette responsabilité depuis les années 1950 alors que les Pays-Bas ont franchi le pas depuis 1976.

**211.** Malgré l'apparition des sociétés et leur évolution ahurissante, la tradition juridique française est restée longtemps imperméable au concept d'imputation de faits répréhensibles sur le plan pénal à une société, par définition abstraite<sup>322</sup>.

---

<sup>320</sup>Au Royaume-Uni, les premiers développements relatifs à la responsabilité pénale des sociétés remontent à des décisions de tribunaux du milieu du 19<sup>e</sup> siècle. Ces décisions touchaient des affaires dans lesquelles la loi imposait certaines obligations dont l'inexécution était sanctionnée pénalement. Cette responsabilité fut ensuite étendue à des hypothèses ne concernant plus une omission ou un défaut d'agir mais qui concernait la commission d'un acte illégal. La responsabilité pénale des sociétés pouvait dès lors être engagée pour des actes commis par leurs employés, comme le serait une personne physique. En 1839, la « loi d'interprétation » (interpretation act) fut adoptée. Elle spécifiait qu'une personne pouvait désigner une société, avec pour conséquence que les dispositions législatives sur les infractions commises par les personnes s'appliquaient également aux sociétés ; **Bateson (D)**, « Responsabilité pénale des personnes morales : le point de vue anglais », L.P.A. 11 décembre 1996, n°149 p.59.

<sup>321</sup> **Desportes (F) et Le Guenehec (F)**, Juris-Classeur sociétés 2002, Fasc 28-75 p. 7.

<sup>322</sup> **Labrousse (VC)**, « La responsabilité pénale des dirigeants », Ed. First 1996, p. 27.

Plus tard en France, différents évènements<sup>323</sup> ont conduit à admettre l'idée d'une imputation de faits accomplis par des individus à une personne morale. Les sociétés cotées en bourse sont, quant à elles, passibles d'être sanctionnées pour un délit boursier depuis la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996.

**212.** La Tunisie, quant à elle, est restée à la marge de ce qui prévaut dans plusieurs Etats de par le monde : le dispositif répressif tunisien en matière boursière consacre l'irresponsabilité pénale des sociétés cotées.

Ainsi, le champ des sociétés cotées responsables pénalement est radicalement différent en Tunisie et France (**Paragraphe 1**). De même, le domaine des délits boursiers punissables est fondamentalement différent en droits tunisien et français (**Paragraphe 2**).

### **Paragraphe 1- Sociétés responsables : Une différence radicale**

**213.** « Ni souffrante, ni aimante, sans chair et sans os, la personne morale est un être artificiel. Et Casanova le savait bien, qui poursuit nonnes et nonnettes, mais ne tenta jamais de séduire une congrégation »<sup>324</sup>.

Cette expression, exprime bien la position du législateur tunisien vis-à-vis de l'adoption de la responsabilité pénale des personnes morales. Celui-ci est toujours resté fidèle à sa position récalcitrante à l'adoption d'un principe général incriminant les entités personnifiées qu'elles soient privées ou publiques.

---

<sup>323</sup>Plusieurs accidents particulièrement graves, comme l'accident de train survenu à la gare de Lyon le 27 juin 1988, où durant l'enquête dirigée contre le conducteur du train se sont révélées des défaillances des systèmes de sécurité tellement nettes qu'un responsable de la SNCF s'est estimé tenu de venir s'en expliquer devant le tribunal. Pourtant, la responsabilité pénale de la SNCF n'avait pas pu être retenue. Ensuite, d'autres accidents tels que le drame de Furiani ou l'accident d'avion du mont Sainte-Odile, ou bien encore l'affaire des transfusions contaminées ont fait que plusieurs voix se sont élevées pour dénoncer l'irresponsabilité pénale des personnes morales en faisant valoir qu'elles aboutissaient au mieux, sur le plan pénal, au mieux à ne poursuivre que des « lampistes », au pire, à l'irresponsabilité totale lorsque le fait générateur ne pouvait être isolé et clairement imputé à tel ou tel individu déterminé. (**Viney (G)**, « Conclusions », Rev. sociétés 1993, p. 382).

<sup>324</sup> **Cozian (M) et Viandier (A)**, « Droit des sociétés », 13<sup>e</sup> Ed., Paris, Litec 2000, p77.

**214.** En France, pendant longtemps, les sociétés commerciales n'encourageaient qu'une responsabilité civile et dans certains cas administrative ou disciplinaire. Une formule alors utilisée par la Cour de cassation française, est d'ailleurs évocatrice de la position qui prévalait à l'époque en droit français. Ainsi, selon la Haute Juridiction « l'amende est une peine et toute peine est personnelle sauf les exceptions spécialement prévues par la loi ; elle ne peut être prononcée contre un être moral, lequel ne peut encourir qu'une responsabilité civile»<sup>325</sup>.

Cette irresponsabilité pénale des sociétés fût vivement critiquée par une partie de la doctrine qui réfuta les arguments en défaveur de la responsabilité pénale des personnes morales<sup>326</sup> et avança plusieurs raisons en sa faveur.<sup>327</sup>

Et même s'il existait quelques textes particuliers qui consacraient une forme de responsabilité pénale des personnes morales<sup>328</sup>, il n'y avait pas de texte d'application générale consacrant la responsabilité pénale des personnes morales.

L'évolution était inévitable, et l'introduction effective de la responsabilité pénale des sociétés fut chose faite le 1<sup>er</sup> mars 1994. Le droit pénal français admettait une nouvelle sorte de responsabilité, celle des personnes morales et par conséquent des sociétés qui étaient les principales visées. L'article 121-2 du Code pénal déclarait responsables les personnes morales, à l'exclusion de l'Etat.

Depuis, la responsabilité pénale du dirigeant n'est plus la seule à pouvoir être retenue, la responsabilité de toutes les sociétés cotées en bourse pouvant être

---

<sup>325</sup> Cass. Crim. 8 mars 1883, cité par **Desportes (F) et Le Guenehec (F)**, *Juris-Classeur sociétés* 2002, Fasc 28-75 p. 6.

<sup>326</sup> **Pradel (J)**, « Droit pénal général », Cujas 1992, n°487 et s., **Delmas-Marty (M)**, « Droit pénal des affaires », PUF, 1990, p. 108 et s.

<sup>327</sup> Fût observé que la reconnaissance de cette responsabilité était de nature à redresser les solutions inéquitables et absurdes imposées par son absence. La consécration de cette responsabilité étant en mesure d'assurer une répartition plus égale des foudres des sanctions pénales car les conséquences des agissements frauduleux des sociétés ne reposeraient plus sur la seule tête des dirigeants sociaux. De même, fût soutenu que l'adoption d'une responsabilité pénale des sociétés serait de nature à améliorer l'efficacité de la répression, **Desportes (F) et Le Guenehec (F)**, *Op. cit.* p7.

<sup>328</sup> A l'instar de l'ordonnance du 1<sup>er</sup> décembre 1986, relative à la concurrence

retenue (**B**). Au contraire, les sociétés cotées en bourse sont irresponsables pénalement en Tunisie (**A**).

#### **A- Des sociétés cotées pénalement irresponsables**

**215.** L'analyse des dispositions du Code pénal tunisien confirme que les personnes morales sont exclues du domaine de la répression pénale. En effet, aucun texte général ne vient consacrer la responsabilité pénale des personnes morales.

De plus, plusieurs arguments appuient la thèse de l'immunité dont bénéficie la personne morale en Tunisie.

Ainsi, la lecture du livre premier du Code pénal (Dispositions générales) et plus précisément de son chapitre 3, intitulé « des personnes punissables », éclaire sur le fait que les textes de base du droit pénal tunisien prévoient uniquement l'incrimination et la sanction des seules personnes physiques.

D'ailleurs, reconnaître la responsabilité pénale des personnes morales devrait s'avérer contraire au principe de la personnalité des peines consacré à l'article 13 de la constitution du 1<sup>er</sup> juin 1959.

Il n'y a, de ce fait, guère de doute quant à l'irresponsabilité de ces entités en Tunisie<sup>329</sup>.

**216.** Le droit tunisien est, donc, resté à la marge de la tendance prévalant en droit comparé. Notre droit a persisté dans sa réticence à l'adoption de la responsabilité pénale de la personne morale en dépit de sa consécration par un grand nombre de droits étrangers.

En effet, la plupart des droits européens<sup>330</sup> et quelques droits arabes ont depuis plus ou moins longtemps sauté le pas et adopté ce type de

---

<sup>329</sup> الساسي بن حليلة و حسن عز الدين نياي، "تطور مفهوم المسؤولية الجزائية للذات المعنوية في فقه القضاء"، أشغال الملتقى الملتئم يومي 25 و 26 نوفمبر 2010 بكلية العلوم القانونية و الاقتصادية و التصرف بجنوبية "نصف قرن من فقه القضاء الجزائي"، منشورات الاطرش للكتاب المختص تونس 2011 ص 403.

<sup>330</sup> V. supra p. 112.

responsabilité. Ainsi, la Syrie dispose d'un texte général qui consacre la responsabilité pénale des personnes morales. L'article 209-2 de la loi pénale<sup>331</sup> considère comme pénalement responsables les entités personnifiées pour les actes répréhensibles commis par leurs directeurs, membres du directoire, représentants et salariés lorsque ces actes sont commis au nom de ces entités ou par l'un de ses moyens<sup>332</sup>.

Il en est de même en l'Algérie où la responsabilité pénale des entités personnifiées a été consacrée dans le code pénal par la loi n°04-15 du 10 novembre 2004. L'article 51 bis du Code pénal algérien, qui reprend quasiment à l'identique l'ancienne rédaction de l'article 121-2 du Code pénal français<sup>333</sup>, dispose que la personne morale à l'exclusion de l'Etat, des collectivités locales et des personnes morales de droit public, est responsable pénalement lorsque la loi le prévoit<sup>334</sup>, des infractions commises, pour son compte, par ses organes ou représentants légaux.

Même si le domaine de la responsabilité pénale est limité en ce qui concerne les personnes morales responsables et les délits incriminables. La reconnaissance de cette responsabilité s'étend tout de même aux sociétés commerciales, lorsque la loi le prévoit. Et ce si une infraction est commise pour son compte par ses organes ou représentants.

**217.** Difficile alors, d'expliquer pourquoi le droit tunisien, souvent pionnier dans la région, est-il resté récalcitrant à l'adoption de ce type de responsabilité ?

Le législateur ignore-t-il l'énorme évolution de ces entités dotées d'une volonté propre indépendante de la volonté des personnes physiques qui la composent ? Ou bien ignore-t-il leur capacité criminelle ?

---

<sup>331</sup> المادة 209-2 من قانون العقوبات السوري.

<sup>332</sup> حسن ذياب، "القانون الجنائي للاستثمار"، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق و العلوم السياسية بتونس، 2010، ص 283.

<sup>333</sup> Mais en excluant du domaine de la répression en plus de l'Etat, les collectivités locales et les personnes morales de droit public.

<sup>334</sup> Le législateur algérien a fait le choix d'adopter le principe de spécialité et de garder le contrôle sur les délits imputables aux personnes morales et ceux qui ne le sont pas.

Il semble que le législateur estime que la responsabilité pénale des dirigeants peut substituer à celle des personnes morales qu'ils dirigent. La plupart des textes incriminant une infraction commise par une personne morale, ne font que reporter la responsabilité sur leurs dirigeants<sup>335</sup>.

Ou bien encore, qu'une reconnaissance indirecte<sup>336</sup> ou sectorielle de la responsabilité pénale des personnes morales est suffisante pour endiguer la criminalité dont ces entités peuvent faire preuve.

Cette position contestable a pour conséquence de faire bénéficier les sociétés cotées en bourse d'une immunité injustifiée. Sur ce point, le législateur tunisien devrait s'inspirer du droit français qui a fait le choix de responsabiliser pénalement toutes les sociétés cotées en bourse.

### ***B- Toutes les sociétés cotées sont pénalement responsables***

**218.** L'étude du droit français relatif à la responsabilité pénale des personnes morales fait apparaître que toutes les sociétés cotées à la bourse de Paris sanctionnables. En effet, celles-ci disposent de la personnalité morale (1) et les sociétés étrangères ne sont pas exclues du domaine de la répression (2).

---

<sup>335</sup> Loi n°98-40 du 2 juin 1998, relative aux Techniques de Ventes et à la Publicité Commerciale, article 39 « L'annonceur est responsable à titre principal de l'infraction commise, si le contrevenant est une personne morale, la responsabilité incombe à ses dirigeants. Le complice dans l'infraction commise sera puni selon les dispositions du droit commun » ; loi n° 99-64 du 16 juillet 1999, relative aux taux d'intérêt excessifs, article 5 « Lorsque le contrevenant est une personne morale, les peines prévues ci-dessus sont applicables, personnellement et selon le cas, aux présidents directeurs généraux, directeurs, gérants et en général à toute personne reconnue responsable et ayant qualité pour représenter la personne morale. »

<sup>336</sup> De nombreuses fois le législateur ne fait qu'adopter une responsabilité indirecte de la personnalité morale à l'image de l'article 239 du code de travail, de l'article 70 du code de la presse ; l'action criminelle n'est pas dirigée, dans le cadre de cette responsabilité, contre la personne morale en tant que partie principale mais en tant que partie subsidiaire, **Belknani (F)**, « La responsabilité pénale des personnes morales », in « Mouvements du droit contemporain », Mélanges Sassi Ben Halima, Centre de publication universitaire 2005 p. 521.

## **1- Toute société ayant la personnalité morale est incriminable**

**219.** Alors que toutes les sociétés opérant sur le marché boursier disposent de la personnalité morale et sont par conséquent incriminables (**a**), certaines situations demeurent floues et il importe donc de les clarifier (**b**).

### **a- Toutes les sociétés opérant sur les marchés boursiers disposent de la personnalité morale**

**220.** Pour qu'un groupement puisse voir sa responsabilité pénale engagée, il doit disposer de la personnalité morale, c'est la condition posée par l'article 121-2 du Code pénal. En effet, aux termes de cet article « les personnes morales, à l'exclusion de l'Etat, sont responsables pénalement, selon les distinctions des articles 121-4 et 121-7 ».

Il s'agit là d'une exigence facilement justifiable par des raisons évidentes de logique et d'efficacité. Car il est incontestable qu'il serait impossible de condamner une personne n'ayant ni identité, ni existence juridique. De plus, on ne voit pas l'intérêt qu'aurait une telle condamnation à l'encontre d'une entité n'ayant ni droit, ni patrimoine<sup>337</sup>.

**221.** Ceci étant dit, il convient tout d'abord de signaler que la notion de personne morale au sens de cet article est une notion de droit pénal. Par conséquent, celle-ci doit être circonscrite de manière autonome. Les conceptions prévalant en droit civil ne peuvent servir qu'à aider l'interprétation des pénalistes. En d'autres mots, ce sont toutes les formes d'entités personnifiées qui sont susceptibles d'être mises en examen et sanctionnées pénalement, dès lors que les conditions posées par l'article 121-2, alinéa 1er, du Code pénal sont remplies<sup>338</sup>.

**222.** Bien que la détermination des personnes morales pénalement responsables ait constitué l'un des principaux sujets de discussion tant au

---

<sup>337</sup> **Desportes (F) et Le Guenehec (F)**, Op.cit. p. 13.

<sup>338</sup> **Robert (J-H)**, « Droit pénal et procédure pénale », J.C.P. éd. G 1998, I, n° 105.

niveau de la commission de révision du Code pénal que du parlement, le principe de la responsabilité pénale des personnes morales à objet commercial, industriel ou financier a très vite été admis nonobstant l'opposition de certains parlementaires<sup>339</sup>.

Ainsi, la responsabilité pénale des personnes morales s'applique sans aucun doute aux sociétés commerciales, c'est-à-dire les sociétés anonymes, les sociétés à responsabilité limitée (SARL), les sociétés en commandite simple ou par actions ainsi que les groupements d'intérêt économique.

Il en est de même de la société par actions simplifiée, entrée en droit français en 1994 (qui ne peut faire d'appel public à l'épargne)<sup>340</sup>.

**223.** De ce fait, toutes les sociétés opérant sur les marchés boursiers sont susceptibles de voir leur responsabilité pénale engagée.

Car pour pouvoir opérer sur les marchés boursiers la société doit obligatoirement avoir la forme d'une société par actions. Il peut avoir la forme d'une société anonyme, forme qui représente l'écrasante majorité des sociétés cotées en France. Ou plus rarement la forme d'une société en commandite par actions.

Ces sociétés étant par définition dotées de la personnalité morale, la possibilité de leur incrimination ne soulève pas de doute.

Tout de même, quelques situations peuvent se révéler problématiques et il importe en conséquence de les clarifier.

### ***b- Quelques situations problématiques***

**224.** S'il est clair que du fait que toutes les sociétés cotées en bourse disposent de la personnalité morale, elles peuvent assurément engager leur responsabilité pénale en matière de délits boursiers. Certaines situations

---

<sup>339</sup> **Desportes (F) et Le Guenehec (F)**, Op. cit. p. 8.

<sup>340</sup> Loi n° 94-1 du 3 janvier 1994.

peuvent s'avérer floues et méritent en conséquence une plus ample analyse. Il s'agit du cas des groupes de sociétés (**b.1**), des sociétés en cours de liquidation (**b.2**) et de la fusion ou scission de ces sociétés (**b.3**).

### ***b.1- L'irresponsabilité pénale des groupes de sociétés***

**225.** Il importe de souligner que la responsabilité pénale du groupe de sociétés ne peut absolument pas être retenue.

En effet, les groupes de sociétés qui sont par définition constitués d'entités juridiques autonomes, ne sont pas des sujets de droit. Et par nature, ils n'ont pas vocation à le devenir. Cette affirmation est d'autant plus incontestable qu'aucun système de droit ne leur reconnaît la personnalité morale<sup>341</sup>.

De plus, la responsabilité des groupes en tant que telle n'est en aucune manière prévue expressément et les conditions exigées pour mettre en cause celle des personnes morales semblent l'écartier.

Les groupes de sociétés ne peuvent donc être condamnés en tant que tels, même si par le jeu de la coaction et de la complicité, les différentes sociétés appartenant à un même groupe pourront dans certains cas, être pénalement condamnées à la suite d'une infraction principalement commise par l'une d'entre elles<sup>342</sup>.

**226.** Les groupes de sociétés, comme les sociétés multinationales, ne sont pas un concept juridique ; le droit ne les prend en compte que dans les effets concrets résultant de leur vie économique. Dès lors, les questions d'imputabilité des infractions pénales en général et des délits boursiers en particulier ne se poseront ni au niveau des groupes, ni à celui des multinationales en tant que tels, mais au niveau des sujets de droit, personnes

---

<sup>341</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Lamy droit pénal des affaires », Ed. Lamy, 2007, p.53.

<sup>342</sup> **Pariante (M)**, « Les groupes de sociétés et la responsabilité pénale des personnes morales », Rev. Soc. 1993, p. 247.

physiques et des sociétés filiales, agissant dans leur intérêt et pour leur propre compte.

**227.** Pourtant, il paraît vrai que la prise en compte de la criminalité qui pourrait émaner de ces groupes pourrait s'avérer être utile surtout dans une optique d'amélioration de l'efficacité des sanctions pénales édictées en matière de délits boursiers.

En effet, si juridiquement les sociétés liées sont autonomes, celles-ci sont caractérisées par une interdépendance économique, financière, bancaire ou comptable. Les décisions dans certains groupes sont imposées par la société mère quitte même à ce que les mesures prises impliquent des sacrifices de la part des filiales dans l'intérêt global. La filiale qui agirait sous couvert du groupe se verrait seule sanctionnée sur le fondement de l'article 121-2 du Code pénal alors que l'acte répréhensible aura été accompli sur ordre du groupement dans son intérêt, avec des moyens adéquats et fournis par le groupe. Dans cette hypothèse, la filiale en est réduite à être l'instrument par lequel l'infraction a été commise. Par conséquent, l'activité coupable a été dictée par le groupe grâce aux moyens dont il dispose et en fonction des objectifs qu'il veut atteindre. La filiale se verrait injustement sanctionnée alors que le véritable auteur de l'infraction resterait à l'écart.

**228.** De plus, faire supporter à une filiale ou à une société liée à un groupe la charge du paiement des sanctions pénales pourrait être assimilé à une injustice. Celle-ci serait infiniment plus grave si la société mise en cause est insolvable alors que le groupe est dans une situation prospère. Retenir la responsabilité pénale du groupe permettrait de coller à la réalité des faits.

**229.** Enfin, l'irresponsabilité des groupes de sociétés permettrait de dépénaliser certains faits répréhensibles et ce serait un moyen légal d'échapper à la loi pénale. En effet, l'article 121-3 du Code pénal exige l'intention de commettre le délit ou le crime sauf imprudence ou négligence. Or pour certaines infractions il serait impossible de prouver l'élément moral quand

la décision a été imposée au nom de l'intérêt du groupe, par ceux qui ont le pouvoir<sup>343</sup>.

**230.** La prise en compte de la criminalité pouvant émaner de ces groupes est d'autant plus importante en matière boursière. Il ne faut surtout pas négliger le fait que les sociétés opérant sur le marché boursier font pour la plupart partie de groupes de sociétés. Ainsi, en 2002<sup>344</sup>, sur les 650 sociétés cotées à la bourse de Paris (hors activités financières). La moitié d'entre elles sont des « têtes de groupe », contrôlant plus de 7000 filiales. Au total, les sociétés cotées ou dépendantes d'une société cotée représentent 40% de l'actif du bilan des entreprises non financières et 51% de leurs capitaux propres. Les filiales constituent une part importante de l'actif financier de la société cotée, voire l'essentiel lorsque celle-ci est une holding.

Il est donc particulièrement important, en matière de délits boursiers surtout, de prendre en compte la responsabilité pénale du groupe en entier. Cette prise en compte devrait améliorer la lutte contre ces infractions, aider à appréhender la réalité des faits et éviter que ces entités ne puissent échapper à la loi pénale.

**231.** Afin de rendre possible la rétention de la responsabilité pénale des groupes de sociétés, une solution semble intéressante : prévoir la possibilité de mettre en cause la responsabilité pénale des groupements en général et non pas seulement des entités personnifiées. Une interprétation extensive de la notion de groupement devrait en conséquence permettre d'englober les groupes de sociétés dans le champ de la répression pénale des délits boursiers<sup>345</sup>.

---

<sup>343</sup> **Pariente (M)**, Op.cit. p. 248.

<sup>344</sup> **Skalitz (A)**, « Au-delà des entreprises : les groupes », INSEE Première, n°836 mars 2002, disponible sur [http://insee.fr/fr/ffc/docs\\_ffc/ip836.pdf](http://insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/ip836.pdf)

<sup>345</sup> **Pariente (M)**, Op.cit. p. 248.

## ***b.2- Les sociétés en cours de liquidation***

**232.** « La disparition de la société n'est jamais aussi brutale que celle d'une personne physique » car elle ouvre, sauf exception, une période de liquidation pendant laquelle la personnalité du groupement survit pour les besoins de cette liquidation<sup>346</sup>.

Généralement, la loi prévoit que les personnes morales dont la liquidation a été décidée conventionnellement ou judiciairement subsistent pour les besoins de la liquidation, c'est-à-dire durant toute la période nécessaire à la dissolution. Cette survie devrait, sans doute rendre possible, le prononcé à son encontre de sanctions pénales, même pour des actes délictueux commis avant la période de dissolution.

**233.** La question de la poursuite et de la sanction après la liquidation, c'est-à-dire à un moment où la société a disparu de la vie juridique, se pose pour la justice pénale. Ne serait-il pas facile d'échapper à la répression par une liquidation, voire une fusion par absorption (sorte de fuite de la société) ?

L'article 133-1, alinéa 1er, du Code pénal assimile, d'ailleurs, la dissolution des personnes morales au décès des personnes physiques : « Le décès du condamné ou la dissolution de la personne morale, sauf dans le cas où la dissolution est prononcée par la juridiction pénale, la grâce ou l'amnistie, empêchent ou arrêtent l'exécution de la peine. Toutefois, il peut être procédé au recouvrement de l'amende et des frais de justice ainsi qu'à l'exécution de la confiscation après le décès du condamné ou après la dissolution de la personne morale jusqu'à la clôture des opérations de liquidation ».

Cet article relatif au régime des peines ne semble donc pas interdire la poursuite et la condamnation d'une société pour des infractions commises en cours de liquidation, mais à la clôture des opérations de liquidation aucune

---

<sup>346</sup> **Desportes (F) et Le Guenehec (F)**, Op.cit. p14.

poursuite ne peut être engagée contre une société qui n'aurait plus d'existence. Cette même solution a été confirmée par la jurisprudence<sup>347</sup>.

Ce texte pose donc le principe de l'extinction de la peine à la « mort » (c'est-à-dire de la dissolution) de la société au même titre que le décès d'une personne physique.

**234.** Pourtant, cette assimilation, qui semble logique, a été critiquée. En effet, on lui reproche de ne pas tenir compte du fait que si la personne physique ne peut ressusciter (après que sa peine se soit anéantie), la société dissoute peut revivre sous la « peau » d'une autre entité personnifiée. Il peut donc y avoir fraude à l'exécution de la peine, laquelle peut justifier la nullité de la dissolution<sup>348</sup>.

Le Code pénal, on l'a vu n'a envisagé que la dissolution-liquidation, alors qu'il est des « morts » d'entités personnifiées par fusion qui peuvent se trouver « englouties » par des sociétés absorbantes. Dans ce cas la dissolution ne donne pas lieu à liquidation.

### ***b.3- La question de la fusion des sociétés***

**235.** La fusion consiste en la transmission par une ou plusieurs sociétés de l'ensemble de leur patrimoine à une autre société existante ou nouvelle<sup>349</sup>. Elle emporte la dissolution de la société sans liquidation et la transmission universelle de son patrimoine à la société bénéficiaire de l'opération. Cette dernière est l'ayant cause de la société dissoute ; « elle continue la société fusionnée comme l'héritier perpétue la personne du défunt »<sup>350</sup>.

A ce titre, l'effet dévolutif du patrimoine la désigne comme un responsable de substitution. Toutefois, si la substitution s'impose comme une évidence en matière civile, la situation sur le plan pénal est plus compliquée.

---

<sup>347</sup> Trib. correctionnel Paris, 4 mai 1998, D. 1999, jurisprudence p. 15.

<sup>348</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Lamy droit pénal des affaires », Op.cit. p. 59.

<sup>349</sup> Article L.236-1 du Code de commerce.

<sup>350</sup> **Gamet (L)**, « Le principe de personnalité des peines à l'épreuve des fusions et des scissions de sociétés », J.C.P. éd. G 12 septembre 2001, p.1663.

**236.** En matière pénale, il convient de distinguer entre deux situations :

Tout d'abord, si la société est fusionnée après avoir été définitivement condamnée, il ne fait aucun doute que la société absorbante est tenue d'exécuter la peine prononcée. L'article 133-1 du Code pénal disposant qu'il peut être procédé au recouvrement de l'amende et des frais de justice, ainsi qu'à l'exécution de la confiscation après la dissolution de la société jusqu'à la clôture des opérations de liquidation. Qu'il s'agisse donc de personnes physiques ou morales, l'exécution des condamnations pécuniaires prononcées, sorte de charges successorales<sup>351</sup>, incombe aux héritiers.

De même, la responsabilité pénale de la société absorbante peut être engagée, si elle reprend l'engagement délictueux ou en tire profit dans les cas précédemment évoqués pour les sociétés en liquidation.

**237.** En revanche, si ce premier cas de figure ne pose pas de problème particulier, la question est toute autre lorsque les faits délictueux sont exclusivement imputables à l'ancienne société, la société absorbante peut-elle se voir pénalement reprocher les infractions commises par la société absorbée ?

S'il est clair que la société absorbée a transmis à la société absorbante l'intégralité de son patrimoine actif comme passif, et que cette dernière est donc civilement responsable des infractions pénales commises par la société dissoute<sup>352</sup>, la situation est moins évidente lorsqu'il s'agit de savoir si la responsabilité pénale est transmise à la société absorbante. Cette transmission ne se heurterait-elle pas au principe de la personnalité des peines ?

En effet, la société absorbée disparaît et cela fait en principe échec à la mise en mouvement des poursuites pénales et éteint l'action publique. Les

---

<sup>351</sup> **Eschylle (J-F)**, « Les conditions de fond de la responsabilité pénale des personnes morales en droit du travail », Droit Social 1994, p. 644.

<sup>352</sup> **Desportes (F) et Le Guenehec (F)**, Op.cit. p.14.

poursuites ne sont-elles pas éteintes à la « mort du prévenu », selon l'article 6 du Code de procédure pénale<sup>353</sup> ?

**238.** Le problème s'est posé devant la chambre criminelle de la Cour de cassation dans un arrêt daté du 20 juin 2000<sup>354</sup>. L'arrêt concerne des poursuites pour blessures involontaires mais il n'en demeure pas moins que la solution devrait être la même pour ce qui est de la répression des délits boursiers.

En l'espèce, des poursuites avaient été diligentées contre la société employeur pour blessures involontaires avant que celle-ci ne fasse l'objet d'une fusion- absorption. La société absorbante vit alors sa responsabilité pénale engagée pour le délit.

Pour les juges du fond, la société absorbée quoique radiée du registre du commerce, n'avait pas été liquidée et par conséquent elle n'avait pas disparu. La société absorbante s'était dès lors substituée à elle, avec transmission universelle de ses droits, biens et obligations<sup>355</sup>.

Toutefois, la chambre criminelle n'était pas de cet avis. Se fondant sur l'article 121-1 du Code pénal qui pose le principe selon lequel « nul n'est pénalement responsable que de son propre fait », elle a décidé que la société absorbante ne pouvait être tenue pour responsable des infractions commises par la société absorbée, la fusion faisant perdre à la société absorbée son existence juridique.

**239.** Cette solution fût confirmée par la Haute juridiction dans un arrêt mettant en cause une société ayant absorbé une autre société déclarée coupable d'homicide involontaire antérieurement à l'opération de fusion<sup>356</sup>.

---

<sup>353</sup> La dissolution qui met fin à la société absorbée est un événement assimilable à la mort du prévenu personne physique.

<sup>354</sup> **Coffy de Boisdeffre (M.-J)**, Note sous Cass. Crim., 20 juin 2000, n° 99-86.742, L.P.A.13 mars 2001, p. 19.

<sup>355</sup> **Gamet (L)**, Op.cit. p. 1664.

<sup>356</sup> La solution devrait être la même s'agissant de délits boursiers.

Elle a censuré l'arrêt de la cour d'appel qui a considéré que la société absorbante a continué la personnalité juridique de la société absorbée. La chambre criminelle a cassé le dit arrêt, estimant que, l'absorption ayant fait perdre son existence juridique à la société absorbée, les juges du fond ont méconnu l'article 121-1 du Code pénal<sup>357</sup>.

**240.** La position de la Cour de cassation, bien que difficilement critiquable sur le plan strictement légal, conduit à émettre la crainte que ces opérations d'absorption ou de fusion ne soient de plus en plus inspirées par la seule volonté d'échapper à une condamnation pénale. Et c'est sûrement là que le bât blesse.

Car il est inconcevable qu'une société condamnée pénalement puisse s'y soustraire par un montage juridique de fusion ou de scission.

En effet, face à ce subterfuge, il est probable que la justice demeure impuissante. Car même si ce montage pourrait être annulé, au motif que sa cause est illicite. Ce ne serait pas au juge répressif qu'il revient de soulever cette nullité et cela explique peut-être que la pratique n'a pas connu jusqu'ici de cas d'annulation<sup>358</sup>.

**241.** Il est donc important de trouver une parade à ce risque de fraude. Et sur ce point quelques pistes proposées par la doctrine pourraient participer à prévenir la menace de contournement de la loi.

Il faudrait penser à la possibilité d'interdire toute modification de la personne morale dès lors que des poursuites pénales sont engagées à son encontre<sup>359</sup>. Ou bien le législateur pourrait édicter une dérogation au principe de personnalité des peines en retenant la possibilité au cas par cas de poursuivre

---

<sup>357</sup> **Barbière (J-F)**, Note sous Cass. Crim., 14 octobre 2003, n° 02-86.376, Bull. Joly sociétés, février 2004 p. 266.

<sup>358</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Lamy droit pénal des affaires », Op.cit. p. 62.

<sup>359</sup> **Morvan (P)**, Note sous Cass.Crim. 20 juin 2000, Droit Social 2000, p. 1151.

« l'entreprise », quand bien même elle serait constituée sous une personne morale différente<sup>360</sup>.

La seconde proposition est certes plus compliquée à réaliser sur le plan juridique car le principe de personnalité des peines est de valeur constitutionnelle<sup>361</sup>. Toutefois, la portée de ce principe reste imprécise et le Conseil constitutionnel lui-même admet dans certaines limites qu'il puisse lui être porté atteinte.

**242.** Au-delà de ces situations, quelques peu difficiles à cerner, il s'avère que les sociétés françaises cotées à la bourse de Paris peuvent toutes être concernées par la sanction pénale si elles se rendent coupables de délits boursiers. Mais les sociétés cotées à la Bourse de Paris ne sont pas toutes, loin de là, de nationalité française. Et la question de la mise en cause de la responsabilité pénale des sociétés étrangères pourrait très bien se poser.

## ***2- Les sociétés étrangères sont incriminables***

**243.** La question de la responsabilité pénale des sociétés étrangères, revêt une dimension d'une particulière importance lorsqu'il s'agit de délits boursiers. En effet, sur les 1134 sociétés cotées à la liste d'Euronext, 501 sont des sociétés étrangères, originaires de plus de 33 nationalités<sup>362</sup>.

D'ailleurs, on aurait pu assister à la première cotation d'une société tunisienne, en l'occurrence Tunisie Telecom, à l'Euronext de Paris à la fin de l'année 2010<sup>363</sup>. Mais cette opération a été suspendue après la révolution tunisienne.

**244.** Pour ce qui est de ces sociétés, dans le silence des textes, il n'y a aucune raison de les écarter de la répression pénale pour des infractions commises en France. Une société étrangère relèvera donc de l'ordre répressif

---

<sup>360</sup> **Gamet (L)**, Op.cit. p1667.

<sup>361</sup> Valeur reconnue par le Conseil constitutionnel à plusieurs reprises.

<sup>362</sup> D'après le site internet d'Euronext, <http://www.euronext.com/landing/listedcompanies/overview/lc-18912-FR.html>

<sup>363</sup> AfricanManager, « C'est officiel, Tunisie Telecom sera bien cotée d'ici la fin 2010 et ce sera une OPO ». <http://www.africanmanager.com/articles/130020.html>

français si elle commet en France, à travers au moins l'un de ses éléments constitutifs, une infraction à la législation boursière<sup>364</sup>.

Ainsi, on peut avancer qu'une société tunisienne pourrait être condamnée par le juge pénal français au cas où elle réalise une opération sur des titres cotés en France en exploitant une information privilégiée. Ou encore si une société tunisienne était cotée à la Bourse de Paris et qu'elle diffusait de fausses informations au public.

Réciproquement et en application de l'article L113-2 du nouveau Code pénal, les sociétés françaises peuvent être condamnées pour des infractions portant sur des titres cotés à l'étranger lorsque l'un des éléments constitutifs de l'infraction a été commis en France.

**245.** Mais reste un problème pratique difficile à résoudre : celui de l'exécution de la sanction que pourrait prononcer une juridiction française à l'encontre d'une entité de nationalité (en supposant celle-ci déterminée sans conflit de lois) étrangère d'un pays ne retenant pas ce type de responsabilité pénale tel que la Tunisie.

Au mieux, si des sanctions comme l'amende ou la confiscation de biens ou de valeurs pourraient être exécutées, certaines sanctions telles que la dissolution ou simplement la fermeture d'établissement se heurteraient à la souveraineté du droit étranger<sup>365</sup>.

Mais, en matière boursière les sanctions se résumant en des peines d'amende, celles-ci devraient pouvoir être exécutées.

**246.** Au final, il est à relever qu'outre le fait que toutes les sociétés cotées en bourse sont susceptibles d'être sanctionnées pénalement, le large domaine de la responsabilité pénale des sociétés cotées en bourse est conforté par le fait que tous les délits boursiers sont imputables à ces sociétés.

---

<sup>364</sup> **Delmas-Marty (M)**, « Personnes morales étrangères et françaises », Rev. sociétés 1993, p. 256.

<sup>365</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Lamy droit pénal des affaires », Op.cit. p. 54.

Alors qu'en Tunisie, l'option du législateur pour une société cotée irresponsable est d'autant plus pénalisante, en la matière objet de cette étude, qu'aucun des délits boursiers ne peut être imputé aux sociétés cotées en bourse.

## **Paragraphe 2- Délits punissables : Une différence fondamentale**

**247.** En Tunisie, aucun texte général ne vient consacrer la responsabilité pénale des personnes morales. Tout au plus, certains textes éparpillés prévoient que les personnes morales peuvent être reconnues pénalement responsables pour certains délits. Une reconnaissance sectorielle qui ne s'est pas étendue aux délits boursiers (**A**).

**248.** Quant à la France, tout étonnant que cela puisse paraître, la consécration de la responsabilité pénale des sociétés par l'article 121-2 du Code pénal ne s'étendit pas de suite aux délits concernés par notre étude.

Il a fallu attendre la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 pour voir reconnaître la possibilité d'engager la responsabilité des sociétés cotées en bourse si elles commettent un quelconque délit boursier (**B**).

### ***A- Les délits boursiers ne concernent pas les sociétés cotées***

**249.** Si le Code pénal tunisien ne contient aucune mention ou consécration de la responsabilité pénale des personnes morales. Certains textes spéciaux consacrent de manière sectorielle, la responsabilité pénale des personnes morales. « La consécration localisée de la responsabilité pénale des personnes morales paraît être le choix de prédilection, tant du législateur que de la jurisprudence tunisienne qui accentue la timidité législative par une tergiversation caractérisée »<sup>366</sup>.

**250.** Il en est ainsi, par exemple, de l'article 33 du Code des changes et du commerce extérieur qui dispose que lorsque les infractions à la réglementation

---

<sup>366</sup> **Belknani (F)**, « La responsabilité pénale des personnes morales », Op. cit. p. 521.

des changes sont commises par les administrateurs, gérants ou directeurs d'une personne morale, celle-ci pourra être poursuivie et frappée des peines pécuniaires prévues par cette loi indépendamment des poursuites engagées contre ses dirigeants<sup>367</sup>.

Cette disposition constitue l'illustration la plus aboutie de la responsabilité pénale des personnes morales en Tunisie. En effet, l'article sus mentionné précise les conditions permettant de retenir la responsabilité pénale d'une personne pour une infraction à la réglementation des changes. Ainsi, cette responsabilité peut être engagée si l'infraction est commise par un ou plusieurs dirigeants sociaux agissant au nom et pour le compte de la personne morale. La rédaction de cet article se rapproche ainsi, un tant soit peu, de la rédaction de l'article 121-2 du Code pénal français qui prévoit la possibilité de retenir la responsabilité pénale des personnes morales lorsqu'une infraction est commise « pour leur compte, par leurs organes ou représentants ».<sup>368</sup>

D'autres dispositions permettent d'engager la responsabilité pénale des personnes morales. A l'instar de la loi n° 2003-75 du 10 décembre 2003, relative au soutien des efforts internationaux de lutte contre le terrorisme et à la répression du blanchiment d'argent, qui prévoit que la personne morale encoure « une amende égale à cinq fois le montant de l'amende prévue pour l'infraction initiale »<sup>369</sup>.

**251.** Ces textes épars et lacunaires ne pouvaient bien évidemment pas former « un appareil suffisant à pourvoir au besoin de protection contre la criminalité des personnes morales »<sup>370</sup>.

---

<sup>367</sup> Selon l'article 33 du Code des changes et du commerce extérieur : « Lorsque les infractions à la réglementation des changes sont commises par les administrateurs, gérants ou directeurs d'une personne morale ou par l'un d'entre eux agissant au nom et pour le compte de la personne morale, indépendamment des poursuites intentées contre ceux-ci, la personne morale elle-même pourra être poursuivie et frappée des peines pécuniaires prévues à la présente loi ».

<sup>368</sup> V. *Infra* pp. 192 et s.

<sup>369</sup> Article 101 nouveau de la loi n° 2003-75 du 10 décembre 2003 tel que modifié par la loi n°2009-65 du 12 août 2009, voir aussi rectificatif paru au JORT n°2009-79

<sup>370</sup> **Belknani (F)**, *Op.cit.* p. 523.

D'ailleurs, ce choix législatif démontre toutes ces limites en matière boursière. Alors que les sociétés cotées en bourse sont les actrices majeures du marché boursier, les textes édictant les délits boursiers ne prévoient pas la possibilité de sanctionner les personnes morales.

Est-ce à dire qu'il n'est pas possible de retenir la possibilité d'une société cotée en bourse pour un quelconque délit boursier ?

**252.** On pourrait dans un premier temps, se demander, l'espace d'un court instant, si la formulation de l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 qui vise « toute personne », permettrait d'inclure les personnes morales en plus des personnes physiques dans le champ d'incrimination ?

Car se référant à la jurisprudence française, on peut constater que celle-ci a opéré un élargissement considérable du champ d'application de la responsabilité pénale des personnes morales.

En effet, la Cour de cassation a estimé qu'une société peut être pénalement responsable d'une infraction douanière, alors même que le texte de la loi ne prévoit pas expressément cette possibilité<sup>371</sup>.

La Haute juridiction a considéré que, les textes visant « les personnes ayant participé ou intéressées... ». Ou encore d'autres textes à la formulation large et impersonnelle ou bien des formules similaires (le propriétaire, le bénéficiaire, toute personne...) qui existent dans de très nombreuses autres incriminations, spécialement en dehors du Code pénal<sup>372</sup>, sont susceptibles de s'appliquer aux personnes morales. Le même raisonnement est valable pour des textes visant « l'agent » sous une qualité juridique particulière générique qui s'appliquent aux êtres moraux pour des textes visant « l'employeur » ou le « propriétaire » et qui sont aussi applicables aux personnes morales.

Il en est de même pour les textes qui visent « toute personne... ». On peut prendre pour exemple l'article R.362-1-1 du Code du travail qui vise « Toute

---

<sup>371</sup> **Bonflis (Ph)**, Op.cit. p. 118.

<sup>372</sup> Ibid.

personne qui aura contrevenu aux dispositions du premier alinéa de l'article L320-1 ainsi qu'à l'arrêté pris pour son application sera punie de l'amende prévue pour les contraventions de la 4<sup>e</sup> classe ».

La seule limite est que la qualité en question puisse appartenir à un être moral. Ainsi par exemple, un texte visant des faits commis par le « directeur d'un établissement privé»<sup>373</sup> ne sera pas applicable à une personne morale puisque la qualité de directeur ne peut appartenir qu'à une personne physique<sup>374</sup>.

Cette solution jurisprudentielle a donc permis d'élargir le champ d'application de la responsabilité pénale des personnes morales à beaucoup de délits qui n'étaient pas initialement prévus par le législateur.

Le législateur conservait tout de même un certain contrôle sur le domaine d'application de la responsabilité pénale des personnes morales. En effet, il pouvait décider quelles infractions sont ou non imputables à ces entités puisqu'il pouvait toujours exclure telle ou telle incrimination du domaine d'application de cette responsabilité<sup>375</sup>.

Il se devait cependant de choisir très précisément les termes employés pour définir les comportements répréhensibles.

Tout ce débat a perdu son utilité, en France avec l'abandon législatif du principe de spécialité<sup>376</sup>.

**253.** Cette solution pourrait-elle alors être transposable en droit tunisien ?

On peut en douter, car en Tunisie, il n'y a pas de texte général traitant de la responsabilité pénale de la personne morale. Il n'y a pas d'équivalent à l'article

---

<sup>373</sup> Loi n°98-1165 du 18 décembre 1998 tendant à renforcer l'obligation scolaire, JORF 22 décembre 1998.

<sup>374</sup> Même si le texte en question prévoit curieusement expressément la possibilité de poursuivre les personnes morales pour les faits en question, ce texte étant une illustration de ce que le principe de spécialité est facteur de complication du droit pénal puisque le législateur lui-même commet des erreurs.

<sup>375</sup> **Planque (J-C)**, Op.cit. p. 2858.

<sup>376</sup> V. infra p. 136.

121-2 du Code pénal français. La solution retenue par la Cour de cassation française ne peut pas, à notre sens, être retenue en Tunisie. Toute tentative d'élargissement de la responsabilité pénale de la personne morale aux textes incriminant « toute personne » devrait se heurter au principe de la légalité des peines.

On peut donc avancer avec certitude qu'au vu de l'état de la législation et de la jurisprudence tunisienne, les sociétés cotées en bourse sont exclues du domaine de la répression lorsqu'il s'agit de délits boursiers.

**254.** Peut-on continuer à ignorer la criminalité dont peuvent faire preuve les sociétés ?

Cette situation qui est de nature à porter atteinte à l'efficacité de la répression pénale en matière boursière ne doit pas perdurer longtemps. Il apparaît souhaitable d'adopter la responsabilité pénale des personnes morales, du moins pour les délits boursiers. Dans ce sens, la réception en droit tunisien de la position française pourrait constituer une alternative acceptable.

### ***B- Des sociétés cotées concernées par tous les délits boursiers***

**255.** La responsabilité pénale des sociétés apparaît comme la manifestation la plus spectaculaire de la pénalisation du droit des affaires, une pénalisation délibérée et préméditée selon les propos du professeur Roujou de Boubée<sup>377</sup>.

Une pénalisation qui n'a cessé de se durcir et de s'étendre. En effet, le principe tel qu'il fût adopté en 1994 n'était pas un principe général. La responsabilité pénale des personnes morales obéissait au départ au principe de spécialité en vertu duquel cette responsabilité ne pouvait être retenue que lorsqu'elle était prévue « par la loi ou le règlement ». Le législateur n'avait pas prévu au moment de l'introduction de la responsabilité pénale des personnes

---

<sup>377</sup> **Roujou de Boubée (G)**, « La responsabilité pénale des personnes morales », RJ.com Novembre 2001 N° spécial : colloque de la Baule : où en est la dépenalisation dans la vie des affaires 15 et 16 juin 2001, p. 11.

morales dans le nouveau Code pénal que cette responsabilité soit générale et qu'elle concerne l'ensemble des infractions. En effet, l'article 121-2 du code pénal français énonçait dans son alinéa 1<sup>er</sup>, avant sa modification par la loi du 9 mars 2004, que les personnes morales sont « responsables pénalement dans les cas prévus par la loi ou les règlements ».

Ainsi, les sociétés ne pouvaient être déclarées pénalement responsables que dans les seuls cas où une loi ou un règlement l'auraient prévu<sup>378</sup>.

**256.** Et bizarrement le législateur avait omis, entre autres oublis<sup>379</sup>, de rendre possible l'incrimination des personnes morales pour des délits boursiers. La mise en jeu de la responsabilité pénale des sociétés pour ces infractions n'était donc pas possible durant les premiers mois d'application du nouveau code pénal.

En dépit du nouveau Code pénal, l'alinéa 2 de l'article 10-1 de l'ordonnance n°67-833 du 28 Septembre 1967 incriminant les opérations d'initié continuait ainsi, en 1994, de spécifier que « dans le cas où les opérations (d'initié) auront été réalisées par une personne morale, les dirigeants de droit ou de fait de celle-ci seront pénalement responsables des infractions commises ». Ainsi, en 1995, un administrateur et un manager dirigeant le service financier d'une banque ayant commis une opération d'initié pour le compte de leur établissement, en lui assurant un profit de plus de 90 millions de francs<sup>380</sup>, ont dû encourir personnellement une amende au moins égale à ce montant.

Bien sûr, au vu des spécificités du marché boursier, dont les opérateurs sont exclusivement des sociétés, cet oubli était inconcevable et ne pouvait par conséquent durer.

---

<sup>378</sup> Ce choix pourrait s'expliquer par le fait que le législateur redoutait les effets possibles de son innovation. Les rédacteurs du Code pénal n'ont pas voulu généraliser la responsabilité pénale de peur de perdre la maîtrise du système mis en place (**Desportes (F) et Le Guehec (F)**, Op.cit. p. 14.)

<sup>379</sup> Le délit de publicité trompeuse, la subornation de témoins, le délit de construction sans permis et plusieurs autres délits ne pouvaient pas à l'époque être imputés aux personnes morales.

<sup>380</sup> Le tribunal, dans l'affaire de la Bue, prononça des peines de 1.000 F d'amende et de 4 mois de prison assorties d'un sursis (T.G.I., 30 juin 1992) ; la Cour d'appel aggrava l'amende qu'elle fixa à 100.000 F et l'affaire se termina devant la Cour de cassation (Cass. Crim., 26 juin 1995, L.P.A., juillet 1995, n° 89, p. 44) qui cassa sans renvoi.

**257.** Critiquée par la doctrine<sup>381</sup>, cette carence ne dura pas longtemps et cette anomalie fut, de ce fait, rapidement réparée puisque la possibilité de sanctionner les sociétés pour des délits boursiers fût introduite par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996. Cette loi, codifiée dans le Code monétaire et financier, étendit aux délits boursiers l'application de l'article 121-2 du nouveau Code pénal<sup>382</sup>.

Depuis cette date, une société cotée en bourse encourt les peines prévues par le nouveau Code pénal<sup>383</sup> lorsqu'un délit boursier a été commis pour son compte par l'un de ses organes ou représentants. Sans que la responsabilité pénale de la personne morale n'exclut celle de la personne physique<sup>384</sup>.

**258.** Bien sûr, cette disposition ne présente plus d'intérêt depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2006, date de l'entrée en vigueur de la loi n°2004-204 du 9 mars 2004<sup>385</sup>. Une loi qui abrogea le principe de spécialité de la responsabilité pénale des personnes morales.

Ainsi, la modification opérée par l'article 54 de la loi sus citée supprime, dans les conditions mises par l'article 121-2 du Code pénal à la mise en œuvre de la responsabilité pénale des sociétés, la nécessité que l'infraction en cause ait été spécialement prévue «par la loi ou le règlement ».

La nouvelle version de l'article 121-2 est ainsi rédigée : « Les personnes morales, à l'exclusion de l'Etat, sont responsables pénalement, selon les distinctions des articles 121-4 à 121-7, des infractions commises, pour leur compte, par leurs organes ou représentants ».

De ce fait, la possibilité de sanctionner les sociétés cotées en bourse pour un quelconque délit boursier ne suscite guère de doutes.

---

<sup>381</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Quatre années de sanctions pénales à l'encontre des personnes morales », D. 1998 p. 395

<sup>382</sup> **Seuic (J-F)**, « Responsabilité pénale des personnes morales : nouvelles incriminations », Rev. de science criminelle 1997 p. 407/

<sup>383</sup> Articles 131-37, 131-38 et 131-39.

<sup>384</sup> **Rontchevsky (N)**, « Droit pénal boursier », G.P., 12 mars 2002 n° 71, p. 15 §10.

<sup>385</sup> Loi n°2004-204 du 9 mars 2004, art 54, JORF 10 mars 2004.

**259.** Au total, le domaine de la responsabilité pénale des sociétés cotées en bourse en France s'avère particulièrement large, touchant toutes ces entités qui se retrouvent sous la menace de tous les délits boursiers.

Cette réalité française contraste totalement avec la situation qui prévaut en Tunisie. En effet, les sociétés cotées en bourse tunisiennes sont à l'abri de la répression pénale : aucun texte légal ne vient engager leur responsabilité pénale pour un quelconque délit boursier.

**260.** Dès lors, le droit tunisien devrait, en plus de résoudre les difficultés latentes entravant la mise en œuvre de la responsabilité pénale des dirigeants de sociétés cotées en bourse, consacrer un régime permettant la mise en œuvre de la responsabilité pénale de ces sociétés au fort potentiel criminel. Le régime français consacrant la responsabilité pénale des personnes morales pouvant servir à cet effet de modèle au législateur tunisien.

Mais corriger ces lacunes ne suffira pas à rétablir la transparence et l'intégrité des marchés boursiers tunisiens. Car la répression pénale en matière boursière souffre d'une mise en œuvre laxiste qui contraste avec la rigueur de la sanction pénale susceptible d'atteindre sociétés cotées et leurs dirigeants en France.

## CHAPITRE II

### UNE MISE EN ŒUVRE INEGALE

**261.** Les sociétés cotées en bourse et leurs dirigeants ne croulent pas, en Tunisie, sous le poids de la menace pénale : les différentes lacunes, déjà explicitées, des textes portant répression des infractions boursières, la légèreté des sanctions édictées et le laxisme des autorités judiciaires font que la répression pénale en matière boursière n'est qu'une douce utopie.

En effet, l'étude de cette responsabilité fait apparaître que législateur et tribunaux tunisiens n'ont pas pris conscience de la nécessité de disposer d'un dispositif pénal performant. Ils ne se sont pas donné les moyens de contraindre les différents acteurs du marché boursier à exécuter leurs obligations légales.

**262.** La situation est bien différente en France où le droit pénal des affaires a connu une évolution spectaculaire au cours des deux derniers siècles.

Alors qu'il était pratiquement au stade embryonnaire au début du 19<sup>ème</sup> siècle<sup>386</sup>, le dispositif répressif relatif au monde des affaires est devenu, peu à peu<sup>387</sup>, « impressionnant »<sup>388</sup>. Très tôt, une prise de conscience du caractère incohérent et imparfait de ces textes s'est alors opérée<sup>389</sup>.

---

<sup>386</sup> Le droit pénal était pratiquement absent dans le code de commerce de 1807, où on trouvait uniquement les incriminations de la banqueroute simple et frauduleuse.

<sup>387</sup> Il a commencé à faire progressivement son apparition dans le domaine du droit des sociétés avec la loi du 17 juillet 1856 ayant réglementé les sociétés en commandite par actions et celle du 24 juillet 1867 ayant autorisé la création libre de sociétés anonymes. Le mouvement de pénalisation continue fermement avec les décrets du 8 août 1935 suivis par d'autres du 30 octobre 1935. Ainsi, a été incriminé l'abus des biens, du crédit, des pouvoirs ou des voix, tant dans les SA que dans les SARL.

<sup>388</sup> **Hamel (J)**, préface au droit pénal spécial des sociétés anonymes, Dalloz, 1955, p. VIII.

<sup>389</sup> Déjà, lors des travaux préparatoires de la loi du 24 juillet 1966, la problématique de savoir s'il fallait maintenir un dispositif pénal aussi étoffé était à l'ordre du jour.

Ce mouvement s'est matérialisé, avec la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles réglementations économiques qui a allégé le dispositif pénal en abrogeant quinze incriminations<sup>390</sup>.

Mais, le domaine boursier n'a pas bénéficié de cette tendance. Ainsi, à contre-courant du timide<sup>391</sup> mouvement de dépenalisation du droit des affaires, la répression des infractions à la législation boursière ne cesse de s'accroître<sup>392</sup>.

**263.** La comparaison entre droit tunisien où la répression pénale est peu présente et droit français où la répression pénale en la matière est bien présente, se révèle alors édifiante. Et la France n'est pas un cas isolé, la répression pénale est omniprésente dans la plupart des législations qu'elles soient occidentales ou nord africaines. Il en est ainsi, de la loi américaine et des droits français ou marocain.

Il paraît cependant que le législateur tunisien, ne l'entende pas de cette oreille. Qu'il ne pense pas que l'instauration de la transparence des marchés financiers tunisiens doive passer par la répression pénale. Là où la répression ne semble pas trop affecter les dirigeants tunisiens, en France, la pénalisation vise en premier lieu les dirigeants sociaux (**Section 1**). De plus, si en Tunisie, les sociétés cotées en bourse sont pénalement irresponsables, en France, la sanction pénale n'épargne pas non plus ces sociétés. (**Section 2**).

---

<sup>390</sup> Le mouvement s'est prolongé à travers deux lois datées du 1er août 2003 « de sécurité financière » et « pour l'initiative économique », qui ont supprimé quatorze délits qui étaient désuets, jamais mis en œuvre par les parquets.

Ensuite, les ordonnances n° 2004-274 du 25 mars 2004 « portant simplification du droit et des formalités pour les entreprises » et n° 2004-604 du 24 juin 2004 « portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », ont continué à éroder l'arsenal répressif français en matière de droit des affaires ; **Matsopoulou (H)**, « Les propositions sur « la dépenalisation de la vie des affaires » », Rev. des sociétés 2008 p. 1 n°2.

<sup>391</sup> **Bouloc (B)**, « La dépenalisation dans le droit pénal des affaires », D. 2003, Chron, p. 2492 ; **Haschke-Dournaux (M)**, « Les voies de la réforme du droit pénal des sociétés », Bull. Joly Sociétés 2003, n° 4, p. 377 ; V. aussi pour plus de détails sur cette thématique : colloque de l'Association Droit et Commerce, « Où en est la dépenalisation dans la vie des affaires ? » RJ. com, n° spécial, novembre 2001.

<sup>392</sup> **Dethomas (A)**, « L'évolution du manquement d'initié », D. 2005 p. 706.

## SECTION I

### LES DIRIGEANTS SOCIAUX : UNE INEGALITE INJUSTIFIEE

**264.** Certaines dispositions pénales du droit tunisien visent expressément les dirigeants sociaux. Ainsi, l'article 13 sexis du code des sociétés commerciales<sup>393</sup> punit d'un emprisonnement de six mois et d'une amende de cinq mille dinars ou de l'une de ces deux peines, tout dirigeant d'une société commerciale qui entrave la mission du ou des commissaires aux comptes.

Il en est de même en France où la pénalisation du droit boursier a tendance à viser les mandataires sociaux : les dirigeants de droit exploitant ou permettant d'exploiter une information privilégiée sont expressément visés comme auteurs d'un délit d'initié<sup>394</sup>, les dirigeants d'un OPCVM ou d'un fonds de créance procédant à des placements collectifs en valeurs mobilières sans avoir obtenu l'agrément de l'AMF s'exposent aux sanctions<sup>395</sup>, les dirigeants d'une société de gestion d'un OPCVM ou d'un fonds commun de créance sont pour leur part incriminés en cas d'absence de désignation du commissaire aux comptes du fonds<sup>396</sup>, ou en cas d'obstacle aux fonctions de ce commissaire aux comptes<sup>397</sup>...

**265.** Néanmoins, la mise en œuvre de la responsabilité pénale des dirigeants des sociétés cotées en bourse diffère entre la France et la Tunisie.

Cette différence se manifeste tant au niveau de la teneur de la répression pénale subie par les dirigeants sociaux (**Paragraphe 1**) qu'au niveau de la

---

<sup>393</sup> Ajouté par la loi n°2005-96 du 18 octobre 2005 relative au renforcement de la sécurité des relations financières, qui dispose dans son article 11 qu' « Est puni d'un emprisonnement de six mois et d'une amende de cinq mille dinars ou de l'une de ces deux peines, tout dirigeant d'une société commerciale ou d'un groupement d'intérêt économique qui entrave les travaux du ou des commissaires aux comptes ou qui refuse de fournir, à leur demande, par tout moyen qui laisse une trace écrite, les documents nécessaires à l'exercice de leurs missions. »

<sup>394</sup> Article L 465-1 al. 1<sup>er</sup> du code monétaire et financier.

<sup>395</sup> Article L 231-3 du code monétaire et financier.

<sup>396</sup> Article L 231-4-I du code monétaire et financier.

<sup>397</sup> Article L 231-4-III du code monétaire et financier.

rigueur des sanctions potentiellement infligeables par les autorités judiciaires (Paragraphe 2).

### **Paragraphe 1- Une répression à deux vitesses**

**266.** Dire que la répression pénale des délits boursiers en Tunisie est un mythe, ne relève pas de l'exagération encore moins de la dramatisation. Il s'agit d'un mythe non seulement à cause des carences législatives précédemment explicitées, mais aussi et surtout à cause d'une mise en œuvre particulièrement laxiste et inefficace de la répression pénale de ces infractions. Une répression laxiste qui ne fait peser qu'une légère menace sur les dirigeants sociaux (**A**).

Au contraire, en France, bien que le législateur se soit engagé sur la voie de la dépenalisation<sup>398</sup>, cette dépenalisation n'a pas profité aux dirigeants sociaux qui voient encouragée l'action pénale à leur encontre (**B**).

#### **A- Une répression laxiste**

**267.** Une répression pénale efficace est nécessaire au bon fonctionnement du marché boursier tunisien.

Il s'agit, en effet, d'un marché jeune qui est encore dans une phase d'apprentissage et d'instauration de bases solides de fonctionnement. Un marché qui est encore en manque de traditions solides, où l'évolution des cours est souvent déconnectée des informations véhiculées par les émetteurs.

Dans ce cadre, où il paraît difficile de penser que les différents acteurs de ce marché puissent s'auto réguler, sanctionner les comportements répréhensibles apparaît vital à la survie et au développement de ce marché.

---

<sup>398</sup>La thématique de la dépenalisation du droit des affaires s'est imposée comme un objet de réflexion au niveau doctrinal et législatif. Une divergence est alors apparue entre une doctrine commercialiste favorable à l'idée d'une dépenalisation et au développement de la responsabilité civile des dirigeants. Et une doctrine pénaliste qui faisait valoir qu'il convenait de ne pas baisser la garde ( **Herzog (J-B)**, « Rêveries d'un pénaliste solitaire sur le droit des sociétés », D. 1966. Chron. 91) Car, même si certaines infractions ne sont pas très fréquemment mises en œuvre, leur existence servirait à dissuader de les commettre. Ces textes répressifs auraient alors, un effet préventif (**Matsopoulou (H)**, Op.cit. p. 1 n°1).

La sanction édictée étant de nature à inciter un grand nombre de personnes à respecter de la norme<sup>399</sup>.

Des sanctions plus dures et une mise en œuvre effective de poursuites pénales sont nécessaires pour préserver la transparence des marchés boursiers tunisiens.

**268.** Car le moins qu'on puisse dire à propos des sanctions applicables en la matière c'est qu'elles sont exagérément clémentes<sup>400</sup>. Mais ce qui appuie encore plus nos affirmations, c'est l'absence d'une quelconque jurisprudence en matière de délits boursier. Une situation due à des poursuites qui se révèlent inexistantes.

A notre connaissance, de toute l'histoire du marché boursier tunisien, jamais aucune personne n'a été reconnue coupable d'un quelconque délit boursier.

Ce constat nous impose deux suppositions, deux hypothèses :

Ainsi, soit les marchés financiers tunisiens sont un paradis de transparence, d'intégrité, un paradis composé d'émetteurs vertueux, et de dirigeants honorables. Ou bien la mise en œuvre de la répression pénale laisse à désirer.

**269.** On va se permettre d'écarter la première possibilité, non seulement pour des raisons évidentes de logique, mais aussi à cause de constatations bien précises.

En effet, un rapport commandité par le CMF<sup>401</sup> a mis en évidence quelques cas douteux.

En effet, il y a eu à plusieurs reprises des cas de hausse importante de cours qui précédaient l'annonce d'un événement important (attribution généreuse d'actions gratuites) dont l'impact sur le cours a été prouvé empiriquement. La

---

<sup>399</sup> **Bouloc (B)**, « La dépénalisation dans le droit pénal des affaires », D. 2003 p. 2492.

<sup>400</sup> V. infra p 166.

<sup>401</sup> Etude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie, Mai 2002 p. 131.

réaction anticipée du marché trouvant certainement son origine dans une propagation d'informations privilégiées dont certains ont pu tirer profit.

**270.** Pour les délits de manipulation de cours, plusieurs cas auraient eu lieu mais sans qu'il ait été possible de les démontrer. Ces cas concernent particulièrement les titres à faible liquidité et à faible capitalisation sur lesquels il est plus facile d'intervenir. Ceci peut être validé par la concentration des transactions d'une valeur autour d'un seul et même intermédiaire, pour le compte d'un ou plusieurs clients. Cette concentration d'ordres peut être souvent révélatrice d'une volonté de manipulation de cours qu'elle soit destinée à le soutenir artificiellement ou à attirer de nouveaux investisseurs. Cette dangereuse pratique a été souvent observée sans qu'elle n'ait donné lieu à notre connaissance à des sanctions. Pourtant, la corrélation est très forte entre la concentration des ordres mesurée sur une longue période et l'évolution des cours. Les statistiques des transactions par intermédiaire et par valeur peuvent fournir en ce sens des indicateurs très intéressants.

Entre le 01/03/2000 et le 15/03/2000 date de la réunion du conseil d'administration qui a entamé l'étude d'opportunité de doubler le capital par incorporation de réserves, le cours de la SOTETEL a pris 26,9% (contre 1,6% pour le Tunindex).

Ensuite, entre le 16/05/2000 date de la réunion du conseil qui a entériné la décision et le 24/05/2000, date de l'annonce officielle de cette décision, le cours progressera encore de 13%. Comme on peut le voir à deux reprises, l'information semble avoir déjà été reflétée dans le cours bien avant l'annonce officielle de l'opération projetée<sup>402</sup>.

De même, des situations anormales ont été souvent constatées lors des premières cotations de valeurs nouvellement admises, notamment dans le cas où une forte demande est subitement annulée lorsque la cotation devient imminente. Ces opérations de retrait ou de passage d'ordres au dernier

---

<sup>402</sup>Etude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie, Mai 2002 p131.

moment visant à empêcher ou provoquer une cotation, peuvent souvent révéler des pratiques douteuses.

**271.** Les enquêtes diligentées par le CMF sont donc rares. Et même lorsqu'elles aboutissent à la saisine du procureur de la République, celui-ci semble classer ces affaires<sup>403</sup>.

Ainsi, la lecture du rapport annuel du CMF de 2004 nous apprend, qu'une enquête a été ouverte par les services du Conseil à la suite de la hausse anormale du cours des titres d'une société cotée ainsi que des quantités échangées, et ce, alors que les informations publiées par la société font état d'une légère baisse de ses résultats.

Cette enquête a révélé que des intervenants sur la valeur ont entravé le fonctionnement régulier du marché en recourant à des manipulations consistant d'une part à initier des ordres d'achat ou de vente au nom de portefeuilles gérés afin d'amener progressivement la valeur à un prix souhaité et d'autre part à émettre des ordres d'achat de quantités importantes de titres dans le but non pas de les acquérir mais de contrôler le cours de la valeur sachant que ces ordres ont été annulés par l'initiateur dès l'exécution d'une opération au prix voulu.

Les investigations ont démontré que la hausse du cours des titres était préméditée dans le but d'exécuter une opération importante à un prix préalablement déterminé ce qui constitue une manipulation des cours des titres de la société, infraction prévue par l'article 81 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier qui énonce que « Sera punie des peines prévues au premier paragraphe du présent article (1000 à 10.000 dinars) , toute personne qui, directement ou par personne interposée, aura sciemment exercé ou tenté d'exercer sur le marché d'une

---

<sup>403</sup> **Kossentini (M)**, « Le droit du marché financier à l'heure de l'intégration de la Tunisie dans l'espace euro-méditerranéen », Actes du colloque international « Les implications fiscales et financières de l'association euro-méditerranéenne », Faculté de droit de Sfax, Revue Tunisienne de Fiscalité n°11 2009 p. 178.

valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché ou d'induire autrui en erreur. »

Le CMF a donc décidé de transmettre le dossier au Procureur de la République<sup>404</sup>. Pourtant, le procureur ne semble pas avoir donné de suite à cette affaire.

**272.** On le voit donc à travers ces cas, des infractions ont été relevés et il y'a fort à miser que d'autres violations continuent à se commettre. Pourquoi alors ce laxisme ?

On pourrait trouver plusieurs explications à ce laxisme. Première hypothèse : les lacunes textuelles suffisent-elles à expliquer ces non poursuites ?

Ce qui est certain, « c'est que les moyens et les outils d'enquête et d'investigations doivent être renforcés afin de pouvoir détecter les pratiques frauduleuses et de les sanctionner. Il s'agit d'une phase indispensable pour préserver la transparence et l'intégrité du marché et pour éviter les opérations préjudiciables à sa crédibilité et à son image »<sup>405</sup>.

Pourtant le dispositif est là, il existe déjà. Le Conseil du Marché Financier a créé une cellule de surveillance du marché qui contrôle le marché quotidiennement.

Quand cette cellule relève des anomalies pouvant constituer des délits boursiers, elle déclenche des inspections afin de vérifier l'existence et l'origine d'agissements illégaux. La lecture des rapports du CMF de 1999 et 2000 fait état de quelques enquêtes mais aucun délit d'initié ni de manipulation de cours n'ont été prouvés.

**273.** Pourquoi n'y a –t-il jamais eu de poursuites alors ?

Est-ce le souci de préserver l'image de la bourse tunisienne ?

---

<sup>404</sup> Rapport annuel du CMF 2004, pp. 72 et 73.

<sup>405</sup> Etude précitée p.131.

Mais dans ce cas c'est l'effet contraire qui est atteint. Quand des infractions sont détectées et sanctionnées cela prouve l'efficacité du système répressif. Ce qui ne peut que renforcer l'image du marché.

Est-ce par manque de moyens ?

Il est permis d'en douter. En vertu de l'article 37 et 39 de la loi du 14 novembre 1994, le CMF possède un large pouvoir d'enquête : droit de visite, de convocation, d'audition... Des investigations qui sont pénalement protégées<sup>406</sup>... Le CMF qui lorsqu'il constate des agissements qui sont passibles de sanctions pénales doit en informer le Procureur de la République.

Est-ce peut-être alors par souci de ne pas entraver la liberté d'entreprise, de ne pas brusquer ou de ne pas faire peur aux investisseurs potentiels par des normes pénales trop rigides ?

Peut-être, mais là aussi ça dénoterait d'une vision à court terme qui ne pourrait pas à la longue assurer l'attractivité du marché.

Difficile alors, de trouver des justifications à ce laxisme.

**274.** On pourrait cependant trouver une explication dans l'opacité régissant le fonctionnement de l'Etat autoritaire antérieur à la révolution du 14 janvier 2011.

Pour étayer cette hypothèse, on pourrait citer l'identité des accusés impliqués dans ce qui sera peut-être la première affaire de délit d'initié à être portée devant les tribunaux : le président déchu et des membres de sa famille.

Dans cette affaire, la compagnie aérienne Tunisair a, en août 2009, cédé la totalité de ses participations dans la banque UIB (2,2 millions d'actions) au prix de 14,5 dinars l'action pour un montant total de 32,842 millions de dinars. L'intermédiaire en bourse qui s'est chargé de la transaction MAC SA, n'a pas, à l'époque, indiqué le nom de l'acheteur.

---

<sup>406</sup> Des moyens qui seront mieux explicités dans la deuxième partie.

Après cette vente, au début du mois de septembre une série de transactions de bloc sur la Bourse portant sur un grand nombre d'actions de l'UIB, furent observés<sup>407</sup>.

Ces transactions importantes dont on ne connaissait pas les acteurs, n'ont suscité aucune réaction officielle sur l'identité des acheteurs et des vendeurs. Très rapidement le titre de l'UIB a, à l'époque, soudainement pris de la valeur passant en quelques jours de 14,6 dinars à 17,8 dinars.

La plus-value monterait rapidement à plus de sept millions de dinars en quelques jours.

Il s'est avéré ensuite que les trois acheteurs sont Asma Mahjoub (fille de Jelila Trabelsi, belle-sœur de Ben Ali), Belhassen Trabelsi (beau-frère de Ben Ali) et d'une entreprise appartenant à des enfants de l'ancien président<sup>408</sup>. Ils ont acheté les actions au prix de 14,5 dinars l'action via un compte ouvert spécialement à l'ATB qui leur a accordé un crédit-relais.<sup>409</sup>

Il y'a fort à parier que les prochains mois apporteront leur lot de révélations et poursuites.

**275.** Devant cet état de fait, et quel qu'en soit les motifs, il est difficile de croire qu'une personne tentée par la commission d'un délit boursier puisse en être dissuadée par la simple crainte des répercussions éventuelles. Face à des délits difficiles à caractériser, des sanctions plutôt charitables, une volonté répressive qui tarde à se manifester, il est fort à parier que l'individu aura plutôt envie de tenter sa chance et de commettre des infractions boursières.

---

<sup>407</sup> **Bahloul (N)**, « UIB : les transactions se suivent et se ... ressemblent », 9/9/2009,

[http://www.businessnews.com.tn/details\\_article.php?t=520&a=18913&temp=1&lang=&w=](http://www.businessnews.com.tn/details_article.php?t=520&a=18913&temp=1&lang=&w=)

<sup>408</sup> **Bahloul (N)**, « Affaire des 7 MDT de plus value de la vente des actions de l'UIB : comment Ben Ali a procédé »,

5/5/2011, [http://www.businessnews.com.tn/details\\_article.php?t=520&a=24655&temp=1&lang=](http://www.businessnews.com.tn/details_article.php?t=520&a=24655&temp=1&lang=)

<sup>409</sup> **Bahloul (N)**, « Zine El Abidine Ben Ali aurait réussi une plus value de 7 MDT suite à la cession par Tunisair de ses actions dans l'UIB ! », 04/05/2011,

[http://www.businessnews.com.tn/details\\_article.php?t=520&a=24639&temp=1&lang=#2](http://www.businessnews.com.tn/details_article.php?t=520&a=24639&temp=1&lang=#2)

Cependant notre propos ne doit pas être mal compris. Bien sûr, il n'est pas dans notre intention d'exagérer la portée des sanctions pénales. Renforcer les sanctions pénales à lui seul ne rendra pas à lui seul les marchés financiers tunisiens transparents. Il s'agit plutôt et surtout d'envoyer un signal fort aux contrevenants. Leur signifier la fin de l'ère de l'impunité dont ils bénéficiaient. Cela ne pourra que contribuer à l'établissement d'un climat plus serein, plus transparent. Il ne pourra que contribuer à rétablir la confiance dans les marchés financiers tunisiens.

D'ailleurs, l'impunité dont bénéficie les dirigeants de sociétés cotées en bourse en Tunisie contraste avec la situation qui prévaut en France où l'action pénale est encouragée à l'égard des dirigeants.

### ***B- Une action pénale encouragée***

**276.** S'il fallait citer un avantage découlant de la répression pénale en matière boursière, ce serait son rôle dans l'indemnisation des victimes des infractions boursières. Souvent seul recours d'investisseurs désabusés, à qui l'autorité administrative<sup>410</sup> reste sourde à leurs revendications, leur niant tout droit à réparation et qui risquent fort de se perdre dans les méandres des actions civiles<sup>411</sup>.

En effet, les autorités administratives malgré leur très large pouvoir de sanction ne peuvent indemniser les victimes d'agissements frauduleux. Et demander réparation d'un préjudice découlant d'un délit boursier devant la juridiction civile risque de se heurter à des difficultés qui font qu'il est plus avantageux de demander une telle réparation devant la juridiction civile.

**277.** Cet état de fait a pour conséquence d'encourager l'action pénale à l'encontre des dirigeants. Cette pénalisation dirigée vers les dirigeants sociaux peut s'avérer particulièrement injustifiée d'autant plus que la mise en jeu de la

---

<sup>410</sup> V. infra pp. 363 et s.

<sup>411</sup> V. infra pp. 384 et s.

responsabilité pénale en matière financière se trouve encouragée par de nombreux facteurs.

L'accès facilité des parties civiles au procès pénal (1) et l'allègement du fardeau de la preuve (2), font que le recours à l'option pénale est particulièrement intéressant.

### **1- Un accès aisé au procès pénal**

**278.** L'action de la partie civile semble servie par les règles régissant la procédure pénale, qui lui confèrent la possibilité, avant même que ne soit posée la question de son indemnisation, de peser sur le cours du procès pénal afin de voir constater la constitution de l'infraction.<sup>412</sup>

Cette facilité d'accès à la juridiction pénale de la victime d'une infraction boursière, se traduit tant au stade de l'instruction (a) qu'au moment du procès devant la juridiction de fond (b).

#### **a- Un accès facilité lors de l'instruction**

**279.** La facilité d'accès au procès pénal s'exprime dès le stade de l'instruction. Une jurisprudence bien ancrée estime que la constitution de partie civile est recevable même sans la preuve de l'existence d'un préjudice actuel et certain. Du moment que les circonstances sur lesquelles s'appuie la prétendue victime permettent au juge d'admettre comme possible l'existence du préjudice allégué et la relation directe de celui-ci avec une infraction à la loi pénale, la constitution de partie civile est recevable devant la juridiction d'instruction<sup>413</sup>.

Si cette prise de position est de nature à conforter les droits des potentielles victimes, elle amène, néanmoins, à des situations contradictoires. Ainsi, certaines décisions ont admis la constitution de partie civile d'un actionnaire, à

---

<sup>412</sup> **Dezeuze (E)**, « La réparation du préjudice devant la juridiction pénale », Rev. sociétés avril-juin 2003 p. 261.

<sup>413</sup> V. notamment Cass. Crim. 9 février 1961, D. 1961, 306 ; 13 avril 1967, 593 ; 5 mars 1990, Bull. crim. n° 103 ; 11 janvier 1996, Bull. crim. n° 16 ; 4 juin 1996, Bull. crim. n° 230 ; 8 juin 1999, Bull. crim. n° 123.

titre personnel, au stade de l'instruction alors que la Cour de cassation se trouve réticente à admettre le préjudice direct de l'actionnaire d'une société<sup>414</sup>.

**280.** Le contrôle de la juridiction d'instruction apparaît donc comme « minimal »<sup>415</sup>, celle-ci se contente de vérifier si, abstraitement, le délit dénoncé est susceptible d'occasionner un préjudice à la catégorie de personnes à laquelle appartient le plaignant.

Un arrêt rendu par la chambre criminelle de la Cour de Cassation, en matière de délit d'initié illustre parfaitement ces propos.

En l'espèce, la Haute juridiction pose le principe en vertu duquel, pour qu'une constitution de partie civile soit recevable devant la juridiction d'instruction, « il suffit que les circonstances sur lesquelles elle s'appuie permettent au juge d'admettre comme possible l'existence d'un préjudice en relation directe avec une infraction à la loi pénale ». Dès lors elle casse, l'arrêt de la chambre de l'instruction qui, pour confirmer l'ordonnance du juge d'instruction ayant déclaré irrecevable la constitution de partie civile d'un actionnaire du chef de délit d'initié, énonce que la cession d'actions par des administrateurs disposant d'informations privilégiées, si elle peut porter atteinte au fonctionnement normal du marché, ne cause par elle-même aucun préjudice personnel et direct aux autres actionnaires de la société<sup>416</sup>.

**281.** Le délit d'initié, s'il est prouvé, est donc susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires.

La solution novatrice ainsi dégagée par la Cour de cassation, paraît plutôt surprenante. En effet, la solution ne coulait pas de source car le préjudice résultant d'un délit d'initié est difficilement intelligible.

D'ailleurs, même si le principe de la possibilité pour une partie civile de se prétendre victime d'une infraction d'initié n'avait pas été soulevé devant la

---

<sup>414</sup> V. infra pp. 418 et s.

<sup>415</sup> **Dezeuze (E)**, Op.cit. p 261.

<sup>416</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass. crim, 11 décembre 2002 *Alain X Rev. des sociétés* 2003 p. 145.

chambre de l'instruction ni devant la Cour de cassation, le délit d'initié était traditionnellement considéré par la doctrine comme un délit sans victime, si ce n'est le marché.

**282.** Au regard de ceux qui se sont intéressés à la question, l'objectif poursuivi par l'incrimination du délit d'initié n'est pas la sauvegarde des intérêts des personnes mais la protection de l'ordre public et l'intérêt général attaché à l'intégrité du marché, valeurs dont seul le ministère public a la charge d'assurer la sauvegarde<sup>417</sup>.

C'est donc sur ce point que cet arrêt paraît critiquable. Le préjudice éventuel, porté aux intérêts de l'actionnaire d'une société cotée, qui découlerait de l'utilisation d'une information privilégiée relative à cette même société est difficilement perceptible. Surtout, s'il ne s'est pas lui-même livré, en même temps, à une opération inverse, à celle réalisée par l'initié (il vend ses titres lorsque l'initié en achète ou en achète lorsque l'initié en vend), sur le titre de la société<sup>418</sup>.

**283.** Un autre arrêt de la Cour de cassation<sup>419</sup> rendu en matière de présentation ou publication de comptes infidèles traduit parfaitement cette tendance. La chambre criminelle a confirmé la position de la chambre de l'instruction qui a déclaré recevable la constitution de partie civile d'un porteur de certificats d'investissement d'une société dont les dirigeants étaient accusés de ce délit « dès lors que le délit de présentation ou publication de

---

<sup>417</sup> **Hovasse (H)**, Note sous C.A. Paris, 9<sup>e</sup> ch., 15 janvier 1992 : Dr. Soc., 1992, comm. n° 189 ; **Peltier (F)**, Note sous C.A. Paris, 9<sup>e</sup> ch., 15 janvier 1992 et Cass. crim., 15 mars 1993 : Banque et droit, novembre-décembre 1993, p. 23 ; **Franchi (F)**, « À quoi peut bien servir la responsabilité pénale des personnes morales ? » : Rev. science criminelle, 1996, p. 286 ; **Simart (O) et de Vauplane (H)**, « Délits boursiers, une proposition de réforme » : Rev. Droit bancaire et bourse, 1997, p. 95 ; Pour une position plus nuancée V. **Viandier (A)**, « Observations sur l'utilisation d'une information privilégiée » : Bull. Joly Sociétés, 1992, p. 255.

<sup>418</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous Cass. Crim., 11 décembre 2002, Bull. Joly Sociétés, 01 avril 2003 n° 4, p. 433 n°5.

<sup>419</sup> **Barbièri (J-F)**, Note sous Cass. Crim., 30 janvier 2002, Bull. Joly Sociétés, 01 juillet 2002 n° 7, p. 797

comptes infidèles peut causer un préjudice direct aux associés ou aux porteurs de titres d'une société ».

**284.** La victime d'une infraction boursière dispose d'un accès facilité au procès pénal. En effet, pour qu'une constitution de partie civile soit recevable devant la juridiction d'instruction, il suffit que les circonstances sur lesquelles elle s'appuie permettent au juge d'admettre comme possible l'existence d'un préjudice en relation directe avec une infraction à la loi pénale. C'est ce qui ressort de l'article 2 du code de procédure pénale qui dispose que l'action civile « appartient à ceux qui ont personnellement souffert d'un dommage directement causé par l'infraction ».

**285.** La chambre criminelle de la Cour de cassation juge cependant de longue date que pour qu'une constitution de partie civile soit recevable devant la juridiction d'instruction, il suffit que les circonstances sur lesquelles elle s'appuie permettent au juge d'admettre comme possible l'existence du préjudice allégué et la relation directe de celui-ci avec une infraction à la loi pénale<sup>420</sup>.

Autrement dit, du moment qu'un délit cause un préjudice direct et personnel à la victime, celle-ci est fondée de se constituer partie civile<sup>421</sup>.

**286.** En matière de délits boursiers, l'accès au procès pénal se trouve ainsi justifié pour les présumées victimes des agissements frauduleux des dirigeants car les délits boursiers sont susceptibles de causer un préjudice « direct et personnel » à la société faisant appel public à l'épargne et à ses actionnaires.

Ainsi, concernant le délit d'initié, la Cour de cassation dans un arrêt important, estime que le délit d'initié est susceptible de causer un « préjudice personnel direct aux actionnaires »<sup>422</sup>.

---

<sup>420</sup> V. Cass. Crim. 6 octobre 1964, Bull. crim. n° 256 ; Cass.Crim. 6 septembre 2000, Bull. crim. n° 263.

<sup>421</sup> Sur les conditions d'exercice de l'action civile, V. notamment **Stefani (G), Levasseur (G) et Boulloc (B)**, « Procédure pénale », Précis Dalloz, 18<sup>ème</sup> Ed., 2001, n° 230 et s.

Celle-ci estime que pour qu'une constitution de partie civile soit recevable devant la juridiction d'instruction, il suffit que les circonstances sur lesquelles elle s'appuie permettent au juge d'admettre comme possible l'existence d'un préjudice en relation directe avec une infraction à la loi pénale. Elle casse ainsi, l'arrêt de la chambre de l'instruction qui, pour confirmer l'ordonnance du juge d'instruction ayant déclaré irrecevable la constitution de partie civile d'un actionnaire du chef de délit d'initié, énonce que la cession d'actions par des administrateurs disposant d'informations privilégiées, si elle peut porter atteinte au fonctionnement normal du marché, ne cause par elle-même aucun préjudice personnel et direct aux autres actionnaires de la société, alors que le délit d'initié, à le supposer établi, est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires<sup>423</sup>.

**287.** D'ailleurs, il n'y a pas que les actionnaires déçus qui ont la possibilité de se constituer partie civile. La société victime d'agissements frauduleux de la part de ses dirigeants est aussi fondée à exercer l'action civile.

En effet, en matière de délits de présentation ou de publication de comptes infidèles d'une société et de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, la cour de cassation<sup>424</sup> estime que ces infractions causent un préjudice direct à la société concernée.

La haute juridiction, a confirmé en partie le jugement de la Cour d'appel de Paris<sup>425</sup> qui estime que le fait pour le dirigeant d'une société cotée de publier des comptes consolidés et un tableau d'activité ne prenant pas en compte (absence de provision spécifique) les risques liés à des opérations immobilières à la suite du retournement du marché immobilier parisien en

---

<sup>422</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass. Crim, 11 décembre 2002 Op. cit. p. 145 ; **Rontchevsky (N)**, *RTD com.* 2003 p.336 ; **Riffault-Silk (J)**, *Rev. de science criminelle* 2004 p. 113.

<sup>423</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass.Crim. 11 décembre 2002 Op.cit. p. 145

<sup>424</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass. Crim. 29 novembre 2000, *Rev. sociétés* 2001 p.380 ; **Rontchevsky (N)**, *RTD Com.* 2001 p. 493,

<sup>425</sup> **Riffault (J)**, Note sous C.A. Paris, *Rev. science criminelle* 1999. 604.

1991 constitue le délit de fausse information prévu par l'article 10-1, alinéa 3 de l'ordonnance du 28 septembre 1967<sup>426</sup>.

Plus notable, est la partie de l'arrêt où la chambre criminelle considère que le délit de diffusion de fausses informations cause non seulement un préjudice aux actionnaires, qui ont acheté leurs titres sur le fondement de celle-ci, mais aussi à la société elle-même<sup>427</sup>. Elle estime en effet que « les délits de présentation ou de publication de comptes annuels infidèles d'une société et de diffusion d'informations fausses ou trompeuses causent un préjudice direct à la société ». Elle infirme ainsi sur ce point la cour d'appel de Paris et opte pour la position prise par les juges de première instance<sup>428</sup>.

La Cour de cassation admet ainsi, l'action civile au profit de la société, les différents prévenus, devant verser des indemnités dont le montant a été apprécié souverainement par les juges du fond<sup>429</sup>.

**288.** La solution retenue par la chambre criminelle est généralement critiquée<sup>430</sup> au motif que ce genre de manipulations est généralement, de nature à, octroyer à la société cotée une image plus reluisante que la réalité. Du délit ne découlerait ainsi, aucun dommage immédiat au patrimoine social<sup>431</sup>.

Pareille solution formulée en des termes catégoriques, a ainsi, suscité quelques réserves. Le dommage matériel subi par la société ne serait pas évident si sa situation réelle est moins bonne que celle que reflètent ses comptes ou l'information financière diffusée en son nom : de tels comptes

---

<sup>426</sup> **Rontchevsky (N)**, Obs sur Cass. Com. 15 juin 1999, RTD Com. 1999 p. 928

<sup>427</sup> **Rontchevsky (N)**, Note sous Cass Crim 29 novembre 2000, RTD Com. 2001 p. 493.

<sup>428</sup> Trib. Correctionnel de Paris, 17 décembre 1997, RTD Com 1998 p.640

<sup>429</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass.Crim, 29 novembre 2000, Op.cit. p. 380

<sup>430</sup> **Bouloc (B)**, Op.cit p. 391 ; **Caussain (J-J)**, **Deboissy (F)** et **Wiicker (G)**, Note sous Cass. crim., 30 janvier 2002, J.C.P. éd E 2002, n° 5.

<sup>431</sup> **Reygrobellet (A)**, « L'action civile en cas de délits comptables », L.P.A, 12 avril 2007 n° 74, p. 57, § 8.

inexactes conforteraient les actionnaires de maintenir leur investissement et les tiers de confier leur crédit à la société<sup>432</sup>.

**289.** Ceci dit, il est vrai, comme le souligne un auteur, que la publication de comptes inexacts ou la diffusion de fausses informations est susceptible de porter atteinte à l'image de la société. Le mensonge perpétré par les dirigeants sociaux porte en effet, sur la société. En agissant de la sorte, ceux-ci, portent un grave préjudice au crédit dû aux informations divulguées par la société. De ce fait, toute diffusion de fausses informations porterait directement un préjudice à la société car « elle instille un ferment de déloyauté dans ses relations avec les tiers ». <sup>433</sup>

De plus, la Haute juridiction a, en l'espèce, retenu le fait que la diffusion de fausses informations avait semble-t-il empêché les nouveaux dirigeants de la société d'intervenir plus tôt afin de limiter ses pertes et l'avait ainsi privé d'une chance d'éviter d'avoir à payer une somme supérieure à vingt millions de francs<sup>434</sup>.

**290.** En tous cas, il est certain que le préjudice social est plus évident dans l'hypothèse où les comptes sociaux auraient été volontairement dégradés par rapport à la situation réelle de la société (pour échapper en tout ou partie à l'impôt sur les sociétés, ou pour dévaloriser les titres de société, en vue d'une opération favorable aux dirigeants), situation susceptible de provoquer une affectation du crédit de la société, et un renchérissement de son recours à l'emprunt<sup>435</sup>.

**291.** Mais la critique la plus pertinente adressée à la solution dégagée par la Haute Cour est celle de conduire à une situation paradoxale.

En effet, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses relative à la situation d'une société cotée est de nature à engager la responsabilité pénale

---

<sup>432</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous Cass. Crim., 11 décembre 2002, Op.cit p. 433.

<sup>433</sup> **Reygrobellet (A)**, Op.cit. n°9.

<sup>434</sup> **Rontchevsky (N)**, Op.cit.

<sup>435</sup> **Dezeuze (E)**, Op.cit. p.433.

de la société elle-même, si l'infraction a été commise pour son compte par l'un de ses organes ou représentants<sup>436</sup>.

Se pose ainsi la question de savoir si la société cotée peut, en pareille situation, se présenter comme victime de l'infraction commise par son dirigeant, si sa propre responsabilité pénale a vocation à être engagée ? Ce paradoxe, qui reste valable pour les autres infractions boursières illustre les limites de la solution dégagée en des termes trop généraux par la Cour de cassation<sup>437</sup>.

Par contre, l'arrêt sus cité a déclaré irrecevable la constitution de partie civile d'une fédération de syndicats de banques et sociétés financières. Il estime que « le préjudice indirect qui serait porté à l'intérêt collectif de la profession par les délits poursuivis ne se distingue pas du préjudice, lui-même indirect, qu'auraient pu subir individuellement les salariés de l'entreprise »<sup>438</sup>.

Aussi, le tribunal correctionnel de Paris est allé jusqu'à admettre, la constitution de partie civile lors de poursuites pour les infractions de présentation de comptes inexacts, de diffusion d'informations inexacts et de délit d'initiés<sup>439</sup>.

La facilité d'accès au procès pénal dès le stade de l'instruction, est par conséquent évidente. Mais l'aisance avec laquelle la partie civile peut accéder au procès pénal ne s'arrête pas à la phase de l'instruction. Elle s'exprime aussi devant les juridictions de jugement.

### ***b- Une action recevable devant les juridictions de jugement***

**292.** Lors du procès, la juridiction de jugement considérera la recevabilité de la constitution de partie civile de manière plus sévère. Pour qu'elle soit gagnante,

---

<sup>436</sup> V. supra pp 190 et s.

<sup>437</sup> **Dezeuze (E)**, « La réparation du préjudice devant la juridiction pénale », Rev. sociétés 2003 p. 261.

<sup>438</sup> Rontchevsky N, note sous Cass Crim 29 novembre 2000, RTD Com. 2001 p. 493

<sup>439</sup> **Magnier (V)**, « Information boursière et préjudice des investisseurs », Recueil Dalloz 2008 p 558.

cette constitution sera, en effet, subordonnée à la preuve d'un dommage personnel découlant directement de l'infraction.

Paradoxalement, le défaut d'une telle preuve ne lui prohibera pas de se présenter au procès et d'exercer durant celui-ci tous les droits de la partie civile. Elle pourra ainsi, en particulier, solliciter des mesures d'instruction, interroger les témoins ou les prévenus, présenter ses prétentions en personne ou par l'intermédiaire d'un avocat...

**293.** Car même en cas de demandes de constitution inaccoutumées ou fantaisistes, le tribunal saisi ne pourrait que difficilement rejeter la constitution avant le début des débats au fond<sup>440</sup>.

En effet, l'article 459 du code de procédure pénale prévoit, concernant les juridictions correctionnelles, que « le tribunal qui est tenu de répondre aux conclusions ainsi régulièrement déposées doit joindre au fond les incidents et exceptions dont il est saisi, et y statuer par un seul et même jugement en se prononçant en premier lieu sur l'exception et ensuite sur le fond. Il ne peut en être autrement qu'en cas d'impossibilité absolue, ou encore lorsqu'une décision immédiate sur l'incident ou sur l'exception est commandée par une disposition qui touche à l'ordre public. »

De ce fait, alors même que l'irrecevabilité de la constitution de partie civile est soulevée et plaidée avant le début des débats au fond, la décision sur cette recevabilité serait jointe au fond. La partie civile, pourrait peser sur la procédure et participer aux débats, jusqu'à la décision même si l'irrecevabilité de sa constitution paraît évidente dès le départ. Une décision à l'encontre de laquelle elle pourrait exercer toutes voies de recours.

**294.** Pour contrecarrer ce genre de constitutions de parties civiles notoirement illégitimes la cour d'appel de Paris a dégagé une parade originale : le tribunal

---

<sup>440</sup> **Dezeuze (E)**, « La réparation du préjudice devant la juridiction pénale », Op. cit. p. 261.

rattache la recevabilité des constitutions de partie civile à l'ordre public et aux exigences d'une bonne administration de la justice. La constitution abusive, constitutive d'un détournement de procédure, peut ainsi être tranchée, avant tout débat sur le fond.

Il s'agit là d'une solution raisonnable capable de bloquer l'immixtion de parties civiles fantaisistes dans le procès pénal. Une solution définitive pourrait consister en un changement législatif qui permettrait au tribunal répressif de trancher avant tout débat au fond, la recevabilité des constitutions de partie civile manifestement infondées. Et à ne permettre l'exercice des voies de recours contre cette décision qu'à partir du moment où une décision aura été rendue sur le fond<sup>441</sup>.

**295.** Il est à signaler que bien évidemment, l'abus du droit de se constituer partie civile est répréhensible. Une peine d'amende qui peut atteindre 15 000 € est envisagée par l'article 177-2 du code de procédure pénale, sans préjudice de l'action en dommages-intérêts de la personne visée par la plainte<sup>442</sup>. Pour certains auteurs, cette double « menace » est de nature à dissuader les particuliers dont le préjudice sera souvent inférieur au montant maximum de l'amende encourue - d'agir au pénal, surtout lorsque les éléments constitutifs de l'infraction pénale n'apparaissent pas réunis de façon évidente<sup>443</sup>. Néanmoins, il y'a fort à parier que les avantages octroyés par une action civile sont de nature à inciter à dépasser ce risque qui en pratique s'avère somme toute minime.

**296.** D'autre part, la recevabilité de l'action de la partie civile n'est en aucun cas conditionnée par une demande de réparation de son préjudice.

---

<sup>441</sup>Ibid.

<sup>442</sup>Article 91 du code de procédure pénale.

<sup>443</sup> **Janville (T)**, « Tel peut-il être aisément pris qui croyait prendre ? Les dispositifs de sanction et de réparation de l'abus de constitution de partie civile après la loi du 15 juin 2000 », G.P., 2002, 2., doctr., p. 1291 ; **Arsouze (Ch) et Ledoux (P)**, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2006 n° 4, p. 399.

La présumée victime peut se satisfaire d'être présente au procès pénal, de l'avoir déclenché, de peser sur son cours, et elle préférera chercher ailleurs son indemnisation. Il peut s'agir même d'un cas où la justice pénale n'a pas le pouvoir de lui octroyer une indemnisation<sup>444</sup>.

Ceci, est de nature à faciliter l'accès à la juridiction pénale par la présumée victime d'une infraction imputable aux dirigeants sociaux, la partie civile n'ayant pas à solliciter du juge pénal une indemnisation de son préjudice par ces dirigeants.

**297.** Cette action de la partie civile devant la juridiction pénale n'aurait pas alors qu'une motivation vengeresse : il peut être utile de voir reconnaître par le juge pénal le principe de la faute du dirigeant social, alors que le procès pénal lui permettra un accès facilité à la preuve des faits poursuivis<sup>445</sup>.

De même, un autre avantage pourrait inciter la présumée victime à recourir à la voie pénale afin d'obtenir réparation. Il s'agit de la facilitation de la preuve du fait dommageable.

## **2- Une preuve facilitée**

**298.** La facilitation de l'administration de la preuve du fait dommageable apportée par le recours à la voie pénale est un avantage qui est loin d'être négligeable au vu de la difficulté à apporter la preuve en une matière aussi complexe et technique.

En effet, obtenir réparation d'un préjudice découlant d'une infraction boursière devant la juridiction pénale pourrait s'avérer particulièrement avantageux en raison de l'allègement de la charge de la preuve qui incombe à la victime. Cet

---

<sup>444</sup> Tel serait le cas également d'un litige dans lequel le dirigeant dont la responsabilité est évoquée est un fonctionnaire agissant en qualité de représentant de l'Etat aux organes de direction des sociétés publiques ou semi-publiques : seules les juridictions administratives auraient vocation à se prononcer sur l'action en réparation engagée contre le fonctionnaire ou contre l'Etat, à raison des fautes non détachables de la fonction commises par le fonctionnaire (V. **Petit (S)**, « La responsabilité pénale des agents des trois fonctions publiques », Berger-Levrault, 2<sup>ème</sup> Ed. 1998 pp 90 et s.), **Arsouze (Ch) et Ledoux (P)**, Op.cit. p399.

<sup>445</sup> **Dezeuze (E)**, Op.cit. p 261.

allègement se manifeste à travers une preuve moins couteuse (**a**) et un domaine de responsabilité plus large (**b**).

***a- La décharge du fardeau de la preuve***

**299.** Pour obtenir réparation devant les juridictions civiles, la prétendue victime d'un délit boursier devrait démontrer la faute commise par le dirigeant social. Cette preuve, portant sur un fait juridique, serait certes libre, conformément aux règles du droit civil, mais incomberait quand même au demandeur.

Par contre, en déclenchant une instruction pénale ou en y intervenant, le plaignant bénéficie d'un avantage considérable. Il est déchargé du fardeau de la preuve, qui pèserait dans ce cas sur le juge d'instruction.

Une fois saisi de la plainte, le juge a le devoir d'instruire quelles que soient les réquisitions du ministère public.

**300.** La jurisprudence est constante sur le fait que le juge « a le devoir d'instruire dans telle mesure qu'il appartiendra » sur les constitutions régulières de partie civile « en pleine indépendance des réquisitions de la partie publique »<sup>446</sup>.

En effet, le procureur de la République se trouve dans l'obligation, tel que l'exige la loi, de requérir l'ouverture d'une information, sauf dans les cas restrictifs définis à l'alinéa 4 de l'article 86 du code de procédure pénale<sup>447</sup>. A sa suite, le juge d'instruction, régulièrement saisi, est obligé d'informer, excepté dans les cas où l'action publique est affectée de causes empêchant l'engagement de celle-ci.

**301.** Toute réquisition du procureur de la République visant à restreindre l'étendue de la saisine du juge en cours d'instruction serait d'ailleurs

---

<sup>446</sup> Cass. Crim. 23 mars 1954, Bull. crim. n° 114.

<sup>447</sup> Il s'agit de raisons qui touchent l'action publique elle-même : si les faits ne peuvent pas légalement comporter une poursuite ou si ces faits ne peuvent admettre aucune qualification pénale

inopérante. Le juge est tenu de statuer par ordonnance de règlement sur tous les faits dont il a été régulièrement saisi. Pour la Cour de cassation<sup>448</sup>, l'article 86 du code de procédure pénale, sous la réserve prévue par le 4<sup>e</sup> alinéa, fait que le juge d'instruction, régulièrement saisi d'une plainte avec constitution de partie civile, a le devoir d'instruire quelles que soient les réquisitions du ministère public. Par contre, s'il est saisi d'un réquisitoire de refus d'informer, le juge ne peut passer outre sans statuer par une ordonnance motivée<sup>449</sup>. La jurisprudence est particulièrement stricte dans l'appréciation de ces causes<sup>450</sup>.

**302.** En s'appuyant sur ce devoir d'instruire qui incombe au juge d'instruction, les plaignants désireux d'engager la responsabilité civile des dirigeants sociaux peuvent contourner les restrictions qui entravent le recours aux mesures d'investigations civiles.

L'exemple d'un actionnaire d'une société cotée qui, dans le cadre d'un litige concernant la prise du contrôle de la société, accusait ses dirigeants de diverses fautes de gestion offre une illustration fort instructive de nos propos.

Celui-ci, s'est vu rejeter par le président du tribunal de commerce une demande en « référé-probatoire » fondée sur l'article 145 du nouveau code de procédure civile et visant à obtenir par expertise la preuve de ces fautes. Il lui était reproché de ne pas avoir avancé des éléments minimaux permettant de suspecter l'existence de telles fautes. L'actionnaire engage alors *ut singuli* une action en responsabilité à l'encontre des dirigeants sociaux devant le tribunal de commerce qui subit le même sort que la première action.

C'est alors qu'une société animée par son avocat achète des actions de la société cotée et dépose une plainte avec constitution de partie civile du chef

---

<sup>448</sup> Cass. crim. 24 mars 1977, Bull. crim. n° 112 ; De même Cass. crim. 29 janvier 1985, Bull. crim. n° 45.

<sup>449</sup> Cass. crim. 2 octobre 1996, Bull. crim. n° 341

<sup>450</sup> **Ambroise-Casterot (C)**, « Répertoire de droit pénal et de procédure pénale », Action civile - juin 2002, n°157.

d'abus de biens sociaux, qui conduit à l'ouverture d'une information dans le cadre de laquelle une expertise est ordonnée sur les opérations critiquées<sup>451</sup>.

**303.** En se constituant partie civile le plaignant se voit alors offrir les moyens coercitifs dont le juge d'instruction dispose afin de rechercher la vérité<sup>452</sup>.

Des moyens plus rapides et efficaces que les modes de preuve du droit civil. Des perquisitions et saisies pourront permettre à la partie civile d'accéder à des documents qu'elle aurait eu bien du mal à obtenir par le moyen d'une action civile.

La justice peut aussi procéder à des interrogatoires qui puisqu'ils seront conduits dans un cadre coercitif pourraient permettre d'obtenir des informations - voire des aveux - difficilement accessibles dans un procès civil.

Des expertises, quasi-systématiques dans les instructions financières, permettront d'établir les éventuels manquements du dirigeant à la législation ou la réglementation applicables ou ses fautes de gestion. Quand bien même les agissements mis en évidence ne seraient pas pénalement qualifiables, il serait loisible à la partie civile d'engager une nouvelle action devant la juridiction civile et de solliciter de celle-ci la communication aux débats par le ministère public de tout ou partie des pièces de la procédure pénale<sup>453</sup>.

Toujours en matière de preuve, un autre avantage non négligeable pourrait décider la présumée victime à engager l'action pénale et à se constituer partie civile : le cout de la preuve. En agissant ainsi, elle n'aura pas à assumer ce coût (qui se fait généralement par le moyen de l'expertise de gestion). Un coût qui peut être considérable en matière d'expertise comptable ou financière<sup>454</sup>.

---

<sup>451</sup> **Dezeuze (E)**, Op.cit p.261.

<sup>452</sup> **Stefani (G), Levasseur (G), Bouloc (B)**, « Procédure pénale », Dalloz, 16<sup>ème</sup> Ed. n°225.

<sup>453</sup> **Dezeuze (E)**, Op.cit. pp 261 et s.

<sup>454</sup> Ibid.

Aussi, en recourant à l'option pénale la présumée victime bénéficiera de conditions favorables à la mise en cause de la responsabilité du dirigeant de la société cotée en bourse.

***b- Un domaine de responsabilité plus large***

**304.** Autre avantage conséquent du recours à la voie pénale : la responsabilité civile des dirigeants sociaux est plus étendue si l'action est engagée devant la juridiction pénale.

Contrairement aux juridictions civiles<sup>455</sup>, les juridictions pénales ne distinguent pas entre faute séparable ou non des fonctions, et condamnent le dirigeant à indemniser la victime dès lors qu'il « a intentionnellement commis une infraction ayant porté préjudice à un tiers ».

**305.** La faute « introuvable » devant les juridictions civiles devient « trouvable » devant les juridictions pénales. Si cette formulation peut paraître paradoxale, elle trouve toute sa justification dans la jurisprudence des chambres civile et pénale de la Cour de cassation.

En effet, la chambre pénale a pris le contrepied de son homologue civil. Un principe jurisprudentiel bien établi depuis un arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation daté du 20 mai 2003<sup>456</sup> fait que la responsabilité civile du dirigeant est susceptible d'être engagée en cas d'infraction intentionnelle. Reprenant la solution dégagée par l'Assemblée plénière de la Cour de cassation du 14 décembre 2001<sup>457</sup>, la Haute Juridiction rappelle que le dirigeant ne peut pas être assimilé à un préposé au sens de l'article 1384, alinéa 5 du code civil. De ce fait, la responsabilité civile personnelle du dirigeant est retenue s'il se rend coupable une infraction intentionnelle qui

---

<sup>455</sup> V. infra p. 410.

<sup>456</sup> **Giudicelli-Delage (G)**, Note sous Cass.Crim. 20 mai 2003, Rev. Science criminelle 2003 p. 807 ; **Bouloc (B)**, RTD com. 2003 p 832.

<sup>457</sup> Bull. crim. n° 269

entraîne un préjudice à un tiers. Le fait qu'il s'agisse d'un délit intentionnel, donc voulu, exclut que la faute puisse être inséparable des fonctions<sup>458</sup>.

**306.** Une autre décision, émanant du Tribunal de grande instance de Paris<sup>459</sup> est de nature à donner de plus amples précisions quant aux conditions de la recevabilité de l'action en indemnisation et quant à sa détermination devant les juridictions pénales concernant les délits boursiers.

En l'espèce, le président de la société Sidel a été condamné pour présentation de comptes infidèles, diffusion d'informations inexacts et mensongères. Ces informations erronées avaient pour but d'enjoliver des résultats et des marges pour les faire apparaître meilleurs qu'ils ne l'étaient en réalité. Des actionnaires se sont constitués partie civile afin de demander réparation du préjudice personnel subi du fait de ce délit. Le tribunal a déclaré leur action recevable. Les magistrats parisiens ont estimé que, le préjudice découle du fait que, croyant la valeur réelle de leur titre supérieure à ce qu'elle était réellement, les actionnaires n'ont pas fait les arbitrages qu'ils auraient fait en l'absence d'informations trompeuses. Le préjudice consiste en la perte d'une chance.

Le président de Sidel a été condamné à verser 10 euros par action détenue à chaque actionnaire qui s'est constitué partie civile (environ 700 actionnaires). Le jugement déclare la société Sidel civilement responsable de ses dirigeants pour ce qui est de la réparation des intérêts civils des infractions retenues. Le tribunal n'a pas tenu compte des arguments développés par les dirigeants qui arguaient que leur responsabilité civile personnelle ne pouvait pas être engagée dès lors qu'ils n'avaient pas commis de fautes personnelles détachables de leur fonction sociale.

Les juges parisiens, dans la lignée de la jurisprudence dégagée par les juridictions pénales, qui contrairement aux juridictions civiles ne distinguent

---

<sup>458</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass.Crim. 20 mai 2003, Op.cit p. 832 ; **Giudicelli-Delage (G)**, Op.cit p 807.

<sup>459</sup> **Schmidt (D)**, Note sous TGI Paris, 11e ch., 12 sept. 2006, Affaire *Sidel*, D. 2006. Point de vue. 2522 ; Aussi **Daigre (J-J)**, Rev. sociétés 2007. 102 et **Dezeuze (E)**, Bull. Joly bourse 2007 p 37.

pas entre faute séparable ou non des fonctions, condamnent le dirigeant à indemniser la victime dès lors qu'il « a intentionnellement commis une infraction ayant porté préjudice à un tiers ».

**307.** L'option de la voie pénale a donc été fructueuse pour les victimes de l'infraction. Ce choix a ouvert le droit à une indemnisation des actionnaires qui n'aurait pas été possible devant les juridictions civiles.<sup>460</sup>

L'action pénale à l'encontre des dirigeants de sociétés cotées en bourse est, au final, encouragée par plusieurs facteurs qui font que ces dirigeants seront la cible privilégiée des actions pénales en matière boursière.

Ces poursuites pénales représentent, alors, une menace d'autant plus difficile à supporter pour les dirigeants sociaux, que la possibilité qui leur est offerte d'exonérer leur responsabilité demeure réduite.

**308.** Le contraste entre droits tunisien et français est alors évident. Là où en France les recours à l'encontre des dirigeants de sociétés cotées en bourse sont encouragés. En Tunisie, les poursuites ne sont pas engagées à l'égard des contrevenants à la législation boursière.

La réticence des autorités judiciaires tunisiennes à recourir à la sanction pénale étant d'ailleurs aggravée par le faible pouvoir dissuasif des sanctions encourues par les sociétés cotées en bourse et leurs dirigeants en Tunisie.

---

<sup>460</sup> **Thomasset-Pierre (S) et Le Bars (B)**, « Droit des marchés financiers », D. 2007 p 2418.

## **Paragraphe 2- Une dissuasion inégale**

**309.** La norme pénale en matière de transparence des marchés financiers a une fonction d'une importance capitale. Il s'agit non seulement de sanctionner des comportements jugés immoraux par la société. Mais surtout ces sanctions ont pour fonction de dissuader de la commission des délits boursiers. Les peines prévues revêtent donc une importance primordiale.

Peut-on dire alors considérer que les peines retenues par les droits tunisien (**A**) et français (**B**) remplissent cette fonction d' « intimidation »?

### **A- Des sanctions exagérément clémentes**

**310.** On est en droit de douter du degré de dissuasion des sanctions édictées par le législateur tunisien en matière de répression des infractions à la transparence et à l'intégrité du marché boursier. En effet, le législateur se propose de châtier les auteurs de ces infractions, en leur imposant des peines d'amende qui vont de 1000 à 15.000 dinars.

**311.** En premier lieu, le délit d'initié est puni d'une amende allant de 1000 à 10.000 dinars. Et en cas de réalisation de profit, le montant de l'amende peut être porté au quintuple du montant du profit réalisé, sans que le montant de l'amende puisse être inférieur à ce profit.

La comparaison avec les droits étrangers démontre le caractère extrêmement indulgent de ces sanctions.

En droit français, le délit d'initié est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit<sup>461</sup>.

La loi américaine quant à elle, sanctionne très sévèrement le délit d'initié. Ainsi, le département de justice, peut de sa propre initiative ou sur demande

---

<sup>461</sup> Article L 465-1 du Code monétaire et financier.

de la SEC<sup>462</sup>, engager des poursuites pénales qui peuvent aboutir à des sanctions très sévères. Ainsi, la section 32 (a) du Securities Exchange Act de 1934 tel qu'amendé par le Sarbanes-Oxley Act de 2002, prévoit des peines de prison pouvant atteindre 20 ans pour les personnes physiques. En plus de peines d'amende extrêmement élevées<sup>463</sup>.

En Jordanie, le délit d'initié est puni d'une peine d'emprisonnement allant jusqu'à trois ans, et d'une peine d'amende allant jusqu'à cent mille dinars en plus d'une autre amende dont le montant minimum équivaut à deux fois le profit réalisé ou de la perte évitée et dont le montant maximum équivaut à cinq fois le profit réalisé ou de la perte évitée<sup>464</sup>.

Plus près de chez nous, au Maroc, la législation financière s'avère aussi autrement plus sévère que la loi tunisienne. Ainsi, le délit d'initié est puni d'une peine d'emprisonnement pouvant aller de 3 mois à 2 ans. En plus d'une amende pouvant atteindre le quintuple du profit éventuellement réalisé sans que son montant puisse être inférieur à 200 000 DH, ou l'une des deux peines seulement<sup>465</sup>.

La loi du 14 novembre 1994 apparaît ainsi particulièrement laxiste dans la répression d'un délit qui pourtant porte fortement atteinte à l'intégrité du marché financier et rompt un principe fondamental sur lequel repose le marché boursier : l'égalité entre les investisseurs.

**312.** Deuxièmement, la sanction du délit de communication d'informations privilégiées, n'est guère plus dissuasive, puisque là aussi, seule l'amende est prévue. D'un montant allant de 1500 à 15000 dinars<sup>466</sup>.

---

<sup>462</sup> **Bainbridge, Stephen (M).**, "An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?", January 2005, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-5. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=654703> or doi:10.2139/ssrn.654703

<sup>463</sup> <http://www.mystockoptions.com>

<sup>464</sup> Article 110 de la loi jordanienne relative aux valeurs mobilières.

<sup>465</sup> Article 25 alinéa 1 du Dahir portant loi n° 1-93-212 (4 rebia II 1414) relatif au conseil déontologique des valeurs mobilières et aux Informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne (B.O. 6 octobre 1993).

<sup>466</sup> Article 81 alinéa 5 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

Là encore la comparaison avec les législations étrangères laisse pantois. En France l'article L465-1 alinéa 2 du Code monétaire et financier punit la même infraction d'un an d'emprisonnement et de 150 000 euros d'amende. La récente loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 dans son article 132 est venue par ailleurs prévoir la possibilité de porter le montant de cette amende « au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit »<sup>467</sup>.

Au Maroc, ce délit est passible d'une peine de trois mois à un an d'emprisonnement et d'une amende allant de 20000 à 100000 dirhams<sup>468</sup>.

**313.** Le constat est le même pour les autres délits boursiers. Les délits à l'effet notoirement néfaste sur l'intégrité et la transparence des marchés financiers que sont la diffusion de fausses informations ou encore la manipulation de cours ne sont punissables que d'une peine d'amende allant de 1000 à 10000 dinars. Alors que la personne qui se rendra coupable de ces pratiques pourra en retirer des profits bien plus importants.

**314.** Il est bon de rappeler que la diffusion d'informations fausses peut mettre en difficultés sérieuses une société cotée ou encore induire en erreur des épargnants qui se fieraient à ces informations et procurer des profits indus à leurs auteurs qui peuvent atteindre des sommes très élevées.

La manipulation de cours quant à elle, est un délit aux graves conséquences et qui peut rapporter gros à son auteur.

**315.** Il est de ce fait inconcevable que le risque encouru par l'auteur de ces infractions soit inférieur, et de loin, aux bénéfices qu'il peut en récolter. Peut-on penser qu'une personne puisse être dissuadée de commettre ces délits par une peine d'amende allant de 1000 à 10000 dinars alors que les éventuels

---

<sup>467</sup> **Capdeville (J-L)**, « Aggravation des sanctions du délit de communication d'une information privilégiée par la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 », Bull. Joly Bourse, 01 juin 2012 n° 6, p. 244.

<sup>468</sup> Article 25-1 du Dahir portant loi n° 1-93-212 (4 rebia II 1414) relatif au conseil déontologique des valeurs mobilières et aux Informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne (B.O. 6 octobre 1993) ajouté par l'article 1<sup>er</sup> de la loi n° 23-01 promulguée par le dahir n° 1-04-17 du 21 avril 2004 - 1<sup>er</sup> rabii I 1425 ; B.O. du 6 mai 2004)

profits qu'il peut en récolter peuvent atteindre des centaines de milliers de dinars, si ce n'est des millions ?

Là encore, l'exclusion de la peine de prison et les montants ridiculement bas des peines d'amendes font qu'il est fort probable que le jeu en vaille la chandelle.

**316.** Pour se rendre compte du caractère ridicule de ces peines, une comparaison avec les sanctions imposées par législations étrangères et les peines dont sont passibles des infractions similaires en Tunisie.

Car comparé à d'autres législations étrangères, le droit tunisien semble charitable lorsqu'il s'agit de réprimer des agissements hautement répréhensibles.

En droit français, une manipulation de cours est punissable de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit<sup>469</sup>. L'auteur du délit de diffusion de fausses informations est passible de ces mêmes sanctions<sup>470</sup>.

Au Maroc, Les délits de manipulation de cours et de diffusion d'informations fausses ou trompeuses sont passibles d'une peine d'emprisonnement de trois mois à deux ans et d'une amende de 10 000 à 500 000 dirhams ou de l'une de ces peines seulement.

Le montant de cette amende pourra être porté jusqu'au quintuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans qu'il puisse être inférieur à ce même profit<sup>471</sup>.

---

<sup>469</sup> Article L465-2 alinéa 1 du Code monétaire et financier.

<sup>470</sup> Article L465-2 alinéa 2 du Code monétaire et financier.

<sup>471</sup> Article 26 du Dahir portant loi n° 1-93-212 (4 rebia II 1414) relatif au conseil déontologique des valeurs mobilières et aux Informations exigées des personnes morales faisant appel public à

En Jordanie par exemple, ces délits sont punis d'une peine d'emprisonnement allant jusqu' à trois ans de prison en plus d'une peine d'amende<sup>472</sup>.

**317.** Il est d'ailleurs, frappant de constater qu'en Tunisie, des infractions similaires à la manipulation de cours sont punissables de peines bien plus sévères. Ainsi, la même manipulation mais cette fois lorsqu'elle est effectuée sur les prix des produits ou services en général est réprimée plus sévèrement par la loi n°91-64 du 29 juillet 1991, relative à la Concurrence et aux Prix.

L'article 39 bis<sup>473</sup> de cette loi punit d'une amende allant de 500 à 50.000 dinars le fait pour quiconque d'augmenter ou baisser artificiellement ou tenter d'augmenter ou baisser les prix des produits ou services par quelque moyen que ce soit ou procéder à des spéculations pour influencer le niveau normal des prix.

De plus, l'article 36 de la loi n°91-64 du 29 juillet 1991 relative à la concurrence et aux prix prévoit une peine d'emprisonnement allant de seize jours à un an et d'une peine d'amende allant de 2000 dinars à 100.000 dinars ou de l'une des deux peines seulement<sup>474</sup>, toute personne physique qui, par des moyens détournés, aura pris une part déterminante dans la violation de l'interdiction faite de faire obstacle à la fixation des prix par le libre jeu de l'offre et de la demande<sup>475</sup>.

Ce délit est similaire à la manipulation de cours. Ce délit ayant pour conséquence de faire obstacle à la fixation des prix de titres placés par appel public à l'épargne par le libre jeu de l'offre et de la demande.

---

l'épargne(modifié, par l'article 3 de la loi n° 23-01 promulguée par le dahir n° 1-04-17 du 21 avril 2004 - 1<sup>er</sup> rabii I 1425 ; B.O. du 6 mai 2004)

<sup>472</sup> Article 110 de la loi jordanienne relative aux valeurs mobilières.

<sup>473</sup> Article ajouté par la loi n°2003-74 du 11 novembre 2003.

<sup>474</sup> Le tribunal peut, en outre, ordonner que sa décision soit publiée intégralement ou par extraits dans les journaux qu'il désigne aux frais du condamné. Il peut également ordonner dans les conditions fixées par l'article 41 de la même loi (c'est-à-dire affichée en caractères apparents aux portes principales des usines, bureaux et ateliers, à la devanture des magasins...), l'affichage et/ou la publicité par tout autre moyen de sa décision ; article 36 alinéa 2 de la loi n°91-64 du 29 juillet 1991.

<sup>475</sup> Pratique interdite par l'article 5 de la loi n°91-64 relative à la concurrence et aux prix.

Il est donc paradoxal que ces pratiques lorsqu'elles sont commises sur le marché boursier puisse donner lieu à des sanctions potentiellement moins importantes alors que leur nocivité est bien plus avérée et importante.

**318.** Pourquoi alors cette disparité, manipuler le prix des tomates par exemple, est-il plus grave que de manipuler le prix des actions de sociétés cotées en Bourse ?

D'ailleurs, la comparaison avec les sanctions pouvant être édictées en matière de pratiques anti-concurrentielles est intéressante. L'article 36 (nouveau) de la loi n°91-64 du 29 juillet 1991, relative à la Concurrence et aux Prix prévoit des peines d'emprisonnement allant de seize jours à une année et d'amende allant de 2.000 dinars à 100.000 dinars ou de l'une de ces deux peines seulement. De même, cet article donne la possibilité au tribunal d'ordonner que sa décision soit publiée intégralement ou par extraits dans les journaux qu'il désigne, aux frais du condamné. Une sanction au fort effet dissuasif car de nature à porter atteinte à la réputation de la personne condamnée.

**319.** On pourrait aussi faire le rapprochement avec l'escroquerie. Un délit difficilement distinguable en pratique de la manipulation de cours<sup>476</sup>. Ce délit est punissable de cinq ans d'emprisonnement et de deux mille quatre cents dinars d'amende<sup>477</sup>.

En effet, l'article 291 du code pénal punit « quiconque, soit en faisant usage de faux noms ou de fausses qualités, soit en employant des ruses ou artifices propres à persuader de l'existence de fausses entreprises, d'un pouvoir ou crédit imaginaire ou à faire naître l'espoir du succès d'une entreprise ou la crainte de son échec, de la survenance d'un accident ou de tout autre événement chimérique, se fait remettre ou délivrer ou tente de se faire remettre ou délivrer des fonds, meubles, obligations, biens, valeurs mobilières,

---

<sup>476</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)** ; « Infractions boursières », Op.cit. p.77.

<sup>477</sup> Article 291 du Code pénal tunisien.

promesses, quittances ou décharges et a, par l'un de ces moyens, extorqué ou tenté d'extorquer tout ou partie des biens d'autrui. ».

**320.** Aussi, on peut citer l'article 294 du code pénal, qui prévoit une peine d'emprisonnement de six mois et de sept cent vingt dinars d'amende pour « quiconque trompe, sciemment, l'acheteur en lui livrant une chose autre que la chose certaine et déterminée qu'il avait acquise. Encourt la même peine quiconque, par des manœuvres frauduleuses, trompe l'acheteur sur la nature, la quantité ou la qualité de la chose livrée. »

**321.** On peut voir la différence de traitement entre ce délit et celui de diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Pourtant, l'objet de ces infractions est le même : en diffusant une fausse information, un dirigeant a pour objectif de faire apparaître sa société sous un meilleur jour qu'elle ne l'est vraiment ou l'inverse sous une plus mauvaise situation qu'elle ne l'est en réalité. L'investisseur qui acquiert les actions émises par cette société est alors trompé sur la véritable valeur des titres achetés.

D'ailleurs, une question s'impose : ces incriminations générales contenues dans le code pénal, peuvent-elles s'appliquer aux délits commis sur le marché boursier ?

**322.** Cette interrogation n'est pas spécifique au droit pénal boursier mais elle est souvent évoquée, surtout en droit pénal des affaires, et ce en raison de la multiplication des textes répressifs qui prévaut aujourd'hui<sup>478</sup>.

Faut-il, pour déterminer le texte applicable à ce concours de qualification, appliquer l'article 54 du code pénal qui dispose que « lorsque le même fait

---

<sup>478</sup>Par exemple, l'article 263 du code des sociétés commerciales sanctionne l'abus des biens sociaux. Ces mêmes faits peuvent être qualifiés d'abus de confiance au sens de l'article 297 du code pénal du fait que les membres du conseil d'administration sont les mandataires des actionnaires. De ce fait, il s'agit d'un abus de confiance aggravé passible de d'une peine de dix ans d'emprisonnement alors que l'article 223 du CSC prévoit une peine d'emprisonnement allant d'un à cinq ans et d'une amende de deux milles à dix milles dinars ; **El Oued (MN)**, « L'interprétation de la loi répressive », Actes du colloque « L'interprétation de la norme juridique » organisé les 5 et 6 avril 2010 à Jendouba, pp. 43 et 44.

constitue plusieurs infractions, la peine encourue pour l'infraction entraînant la peine la plus forte, est seule prononcée» ? Ou bien faut-il écarter cette règle de conflit pénal au profit de la règle civiliste qui veut que « Le spécial déroge au général » ?

**323.** La jurisprudence tunisienne a dans un premier temps appliqué, la règle civiliste qui veut que le spécial déroge au général. Ainsi, la Cour d'appel de Monastir dans un arrêt daté du 17 mai 1994 a considéré qu' « Attendu que qu'il faut rappeler que le législateur tunisien soucieux de son adéquation avec les exigences de l'époque et avec ce qu'implique les transactions des sociétés commerciales a pourvu ces entités d'une législation spécifique, contenue dans le code de commerce et les a dotées d'un cadre distinct capable de garantir les droits des parties ou de réprimer celui qui n'honore pas ses obligations prévues par cette loi et qui intentionnellement enfreint ce que la législation l'oblige à faire d'une manière qui porte atteinte aux autres associés. »<sup>479</sup>

Par cette motivation la Cour entend appliquer une peine plus douce que celle prévue par le code pénal. Mais, comme le remarque le doyen El Oued, en procédant ainsi, la Cour d'appel a vidé de son contenu l'article 54 du code pénal qui « pratiquement ne trouvera plus aucune occasion de s'appliquer en raison du fait qu'il y'aura toujours un texte général et un texte que l'on peut qualifier de spécial même si la portée de cette distinction est floue »<sup>480</sup>.

C'est sûrement pour cette raison que la Cour de cassation a pris le contrepied de la Cour d'appel en considérant que « qu'il apparait que les dispositions de l'article 297 du code pénal et les dispositions 86 du code de commerce ne s'opposent pas et n'aboutissent pas à préférer l'un ou l'autre mais il s'agit de dispositions se rapportant à deux infractions distinctes, le tribunal devait

---

Cour d'appel de Monastir 17 mai 1994 <sup>479</sup>  
"وحيث وجب التنكير أن المشرع التونسي في إطار مواكبته لمتطلبات العصر وما تقتضيه طبيعة معاملات الشركات التجارية خص هذه الفئة بتشريع خاص مضمن بالمجلة التجارية وميزهم بنظام فريد كفيل بضمان حقوق الأطراف أو زجر من حاد عن القيام بواجباته في نطاق ذلك القانون وتعهد خرق ما يفرضه عليه التشريع بصورة تضر بغيره من الشركاء" Bull.cass 1995, p.78  
<sup>480</sup> **El Oued (MN)**, « L'interprétation de la loi répressive », Actes du colloque « L'interprétation de la norme juridique » organisé les 5 et 6 avril 2010 à Jendouba, p44.

appliquer les règles relatives au concours d'infraction prévues par les articles 54,55 et 56 du code pénal». <sup>481</sup>

La Cour de cassation a donc tranché le débat et énonce qu'en cas de conflit de qualification seules les règles de conflit prévues par le code pénal doivent être mises en œuvre <sup>482</sup>.

**324.** Est-ce à dire, que les sanctions prévues par l'article 291 du code pénal sont applicables à un dirigeant qui se rend coupable du délit de manipulation de cours ? En réalité, rien n'est moins sûr. Saisi d'une affaire relative à une manipulation de cours, un tribunal peut très bien considérer que la qualification d'escroquerie ne s'applique pas aux faits. En effet, l'opération normale de qualification comporte une confrontation rigoureuse des faits poursuivis avec les divers types de faits incriminés par la législation pénale <sup>483</sup>. L'interprétation des faits peut entraîner un changement de qualification. Elle peut par conséquent être utilisée par le juge en tant qu'instrument pour atténuer la peine <sup>484</sup>.

**325.** En tous cas, il est difficile de trouver une explication plausible au laxisme indéniable des textes régissant la matière boursière. Les délinquants du marché financier sont-ils moins dangereux que leurs collègues de droit commun ?

Il est impératif que le législateur se rende compte de la gravité de ses comportements et des conséquences néfastes que ceux-ci peuvent avoir. Une plus grande fermeté de la part de sa part serait la bienvenue.

**326.** Une autre incohérence saute aux yeux. En cas de délit d'initié, le montant du profit réalisé entre en ligne de compte dans la détermination du montant de l'amende. Le montant peut être porté, jusqu'au décuple du montant du profit

---

<sup>481</sup> "يتضح أن أحكام الفصل 297 من القانون الجنائي وأحكام الفصل 86 م ت لا تتعارض ولا تؤول إلى تقديم احدهما على الآخر بل أنها أحكام تتعلق بجريمين مستقلتين وكان على المحكمة تطبيق قواعد توارد الجرائم المنصوص عليها بالفصول 54, 55 و- 56 من القانون الجنائي". Bull.crim n°25341 du 24 janvier 1998 p54.

<sup>482</sup> El Oued (MN), Op. cit p. 44.

<sup>483</sup> El Oued (MN), Op. cit p. 42.

<sup>484</sup> El Oued (MN), Op. cit p. 43.

éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit. Alors qu'en cas de manipulation de cours, de communication d'une information privilégiée ou de diffusion d'une information fausse ou trompeuse, la rédaction approximative de l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 fait que le montant du profit n'influence pas directement le calcul de l'amende. Le montant de l'amende s'en retrouve plafonné à 10.000 dinars. Pour des délits qui peuvent procurer des profits énormes, on peut convenir que le montant de l'amende n'est guère dissuasif.

Cela démontre que le législateur, en adoptant ces sanctions et en rédigeant le texte de l'article 81 de la loi du 14 novembre 1994, a agi de manière aléatoire et sans aucune considération pour l'effet dissuasif de ces sanctions ni encore moins pour la cohérence entre les sanctions.

**327.** D'ailleurs, en l'absence de la possibilité d'infliger des peines de prison, il semble tout à fait inutile de garder des incriminations pénales qui se confondent avec des manquements administratifs. En effet, peut-on véritablement parler de sanctions pénales lorsque, pour ces mêmes infractions, les sanctions administratives pouvant être infligées par le Conseil du marché financier, sont plus sévères ?<sup>485</sup>.

Dès lors, nous pensons que des peines de prison doivent être prévues pour ce genre d'infractions, avec éventuellement, pour atténuer leur effet prévoir la possibilité de travaux d'intérêts général comme c'est le cas pour les infractions concurrence et environnementaux article 15 bis du code pénal. Sinon, peut être vaudrait-il mieux dépénaliser ces infractions boursières et en confier la répression au Conseil du marché financier, sous contrôle de la Cour d'appel de Tunis ? On gagnerait ainsi, en cohérence de la législation boursière tunisienne.

---

<sup>485</sup> Un maximum de 20.000 dinars d'amende, V. infra p. 362.

**328.** En France, un rapport rendu par le groupe de travail sur « la dépénalisation de la vie des affaires » le 20 février 2008, recèle en son sein une « surprise » qui confirme nos propos.

Ce rapport propose d'aggraver les peines applicables à certains délits, qui ont été jugées « faibles » et insuffisantes. Sont visés en priorité les délits boursiers qui seraient sanctionnés de peines « faibles » au regard de la gravité de ces infractions, et en comparaison avec d'autres incriminations, dont l'abus de biens sociaux. Il suggère par ailleurs une aggravation de la peine d'emprisonnement prévue pour le délit d'initié. Un accroissement de la peine de deux à trois ans serait, selon ce rapport, souhaitable<sup>486</sup>.

**329.** Au final, il semble évident que le caractère exagérément clément des sanctions encourues n'est pas de nature à dissuader les potentiels auteurs de délits boursiers de franchir le pas. Il y'a fort à parier que pour eux le jeu en vaudra bien la chandelle. Renforcer les sanctions est donc nécessaire. Et là encore l'exemple français offre une illustration d'un système qui met les dirigeants sociaux au centre de la répression pénale.

### ***B- Une réelle menace pénale***

**330.** La mise en place de sanctions à l'encontre des dirigeants des sociétés cotées à la bourse française est théoriquement une chose aisée.

Toujours, d'un point de vue théorique, ces dirigeants font face à des sanctions extrêmement sévères.

Ainsi, en plus de peines d'amende de 1 500 000 euros, dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même

---

<sup>486</sup> Matsopoulou (H), Op.cit n°32.

profit ; ces dirigeants risquent jusqu'à deux ans d'emprisonnement, s'ils sont reconnus coupable d'un délit boursier<sup>487</sup>.

**331.** La sévérité de ces sanctions est aggravée par le fait que l'action pénale est privilégiée par les présumées victimes des dirigeants sociaux et par la possibilité restreinte qui est offerte au dirigeant d'exonérer sa responsabilité.

En plus d'une action pénale encouragée, ceux-ci ne peuvent que rarement invoquer une cause permettant d'invoquer l'exonération de leur responsabilité.

Car la responsabilité pénale des sociétés cotées n'a que peu allégé celle de leurs dirigeants, dont la possibilité qui leur est ouverte d'exonérer leur responsabilité demeure réduite (**2**).

De plus, l'invocation d'une délégation de pouvoirs n'implique que rarement l'exonération de la responsabilité du dirigeant (**1**).

#### **1- Le domaine restreint de la délégation**

**332.** La seule possibilité pour le dirigeant de pouvoir échapper à la sanction pénale est celle d'invoquer une délégation de pouvoirs, c'est-à-dire en établissant que les vérifications incombent à un préposé pourvu de l'autorité, de la compétence et des moyens nécessaires pour remplir sa mission. Cette faculté lui est ouverte dans tous les cas où la loi n'en dispose pas autrement, y compris donc en matière économique. La solution résulte désormais clairement de plusieurs arrêts très explicites, admettant notamment des délégations de pouvoirs exonératoires pour des achats sans factures, des reventes à perte et des contrefaçons. Le domaine des délégations de pouvoirs reste cependant limité. Dans le domaine fiscal, par exemple, les juges ne paraissent guère enclins à admettre la délégation de pouvoirs que le dirigeant aurait consentie à l'expert-comptable pour satisfaire aux obligations fiscales de la société.

---

<sup>487</sup> Articles L465-1 et L465-2 du Code monétaire et financier.

**333.** Le dirigeant social peut par la preuve d'une réelle délégation de pouvoir se voir exonérer de sa responsabilité pénale lors de la commission d'une infraction boursière.

Un arrêt de la Cour de cassation française apporte des éclaircissements quant aux conditions qui permettraient à un dirigeant d'invoquer une délégation de pouvoirs pour exonérer sa responsabilité. Dans un attendu de principe, la Cour de cassation affirme : " sauf si la loi en dispose autrement, le chef d'entreprise qui n'a pas personnellement pris part à la réalisation de l'infraction peut s'exonérer de sa responsabilité pénale s'il rapporte la preuve qu'il a délégué ses pouvoirs à une personne pourvue de la compétence, de l'autorité et des moyens nécessaires ".

**334.** Le domaine de cette délégation est bien restreint. Si le chef d'entreprise peut échapper à la responsabilité pénale pour une faute présumée en établissant qu'il a transféré sur autrui l'obligation de veiller au respect de la réglementation, c'est à la condition qu'il n'ait pas pris une part personnelle à la réalisation de l'infraction<sup>488</sup>.

Ainsi, concernant le délit de défaut de déclaration de franchissement de seuil à la baisse, il a été jugé que la délégation de pouvoir consentie par le président du conseil d'administration au directeur général ne saurait faire échapper le président à sa responsabilité pénale, alors que la déclaration de franchissement de seuil à la baisse ne constitue pas pour le législateur une simple formalité, mais une obligation fondamentale destinée à assurer l'information et l'égalité des opérateurs intervenant sur un titre coté, ainsi que plus généralement la transparence des marchés.

**335.** La déculpabilisation du président pour cause de délégation faite au directeur général échoue également. Il est vrai que l'article 481-1 de la loi du 24 juillet 1966 vise précisément les « présidents » la cour explique les termes

---

<sup>488</sup> **Bouloc (B)**, « Portée de la présomption de responsabilité, édictée en matière de délit d'initié », Note sous Cass. Crim 19 octobre 1995, *Revue des sociétés* 1996 p. 323.

de ce texte en observant que la déclaration de franchissement de seuil n'est pas « une simple formalité », mais une « obligation fondamentale destinée à assurer l'information et l'égalité des opérateurs intervenant sur un titre coté, ainsi que plus généralement la transparence des marchés ». Le président est donc, selon cette jurisprudence, garant de l'application de cette disposition cela doit inciter à la plus grande vigilance les présidents des sociétés qui gèrent des participations dans les sociétés cotées ;

**336.** Sur le plan de la technique juridique, l'argumentation n'est pas sans reproche. En effet, l'article 356-1 crée une obligation de déclaration à la charge de la « personne morale », et l'article 481-1 détermine quels représentants sociaux peuvent être sanctionnés mais il ne fait pas peser sur le président une obligation plus lourde que sur les administrateurs ou les directeurs généraux il est donc nécessaire d'établir quelle a été, dans chaque cas d'espèce, la participation effective du président aux faits reprochés<sup>489</sup>.

La difficulté pour le dirigeant d'invoquer une délégation de pouvoir pour exonérer sa responsabilité est de nature à exposer celui-ci à un risque pénal sérieux. Un risque qui n'a été que très peu allégé par la consécration en droit français de la responsabilité pénale des personnes morales.

## ***2- La responsabilité de la société n'a pas allégé la responsabilité du dirigeant***

**337.** Conscient de l'injustice que peut avoir une répression excessive à l'encontre des dirigeants, le législateur français s'est attelé récemment à opérer une certaine dépénalisation de la vie des affaires, qui reste cependant timide.

C'est dans ce contexte que la responsabilité de la personne morale a pu apparaître comme un moyen d'éviter que ne soit mise en cause de façon trop systématique la responsabilité des dirigeants.

---

<sup>489</sup> **Le Cannu (P)**, Note sous C.A. Paris, 15 mars 1993, Bull. Joly Bourse, 01 mai 1993 n° 3, p. 279

En instaurant le principe de la responsabilité pénale des personnes morales, le législateur a entendu alléger la répression à l'encontre des personnes physiques et notamment à l'encontre des dirigeants et ce par souci d'équité puisque ces derniers étaient habituellement mis en cause de manière quasi automatique pour les infractions résultant de l'activité déployée par l'entreprise.

**338.** L'espoir suscité était donc grand que cette réforme vienne mettre fin à une certaine « injustice répressive » qui n'avait d'autre choix que de reporter sur les dirigeants les conséquences d'infractions pourtant objectivement imputables à la personne morale<sup>490</sup>.

Il y'avait, cependant, un souci chez le législateur. Il fallait que la responsabilité pénale des sociétés ne serve pas d'«écran» pour faire obstacle à la responsabilité personnelle de leurs dirigeants. Cette volonté est perceptible à la lecture des travaux parlementaires dès l'avant-projet de 1978.

Pour éviter cet écueil, le législateur a prévu un cumul possible des responsabilités. En effet, l'article 121-2 du Code pénal tel que modifié par la loi du 10 juillet 2000 pose en son troisième alinéa le principe en vertu duquel « la responsabilité pénale des personnes morales n'exclut pas celle des personnes physiques auteurs ou complices des mêmes faits sous réserve des dispositions du quatrième alinéa de l'article 121-3.»

Cet article résulte d'une « rédaction de compromis que Sénat et Assemblée nationale ont sournoisement fourrée de leurs arrières-pensées respectives. L'assemblée se proposait d'étendre la responsabilité de droit commun à des acteurs de la vie contemporaine supposés puissants et malfaisants. Le Sénat espérait faire un sort à la responsabilité, spéciale, du chef d'entreprise»<sup>491</sup>.

---

<sup>490</sup> **Tandeu De Marsac (V)**, « Le principe de responsabilité pénale des personnes morales a-t-il amélioré la situation des dirigeants face au risque de mise en cause de leur responsabilité pénale », Recueil G.P septembre-octobre 2000, doc. p 1652.

<sup>491</sup> **Lombois (C)**, « Droit Pénal Général », Hachette 1994, pp. 171 et s.

**339.** Et ce n'est pas la clarté qui sort gagnante de ce compromis. Car le moins qu'on puisse dire, c'est que cette rédaction laisse une grande place à plusieurs interprétations.

Ainsi, la formule retenue par le législateur permet d'envisager toutes les solutions possibles allant du cumul automatique jusqu'à l'exclusion de la responsabilité du dirigeant quand celle de la personne morale est engagée<sup>492</sup>.

Certains ont alors craint « une aggravation de la charge pénale pesant sur l'entreprise et ses représentants » et même que cela puisse constituer « une source de conflits entre les intérêts de la société et ceux de ses représentants »<sup>493</sup>.

**340.** Enfin, il faut aussi dire que si, selon l'alinéa 3 de l'article 121-2 du Code pénal, la responsabilité pénale de la personne morale n'exclut pas celle de la personne physique, l'inverse est également vrai. Si, pour une raison ou pour une autre, la personne morale échappe à la sanction pénale d'une infraction commise en son sein, pour son compte et par un de ses organes ou représentants, la ou les personne(s) physique(s) impliquée(s) dans les faits délictueux pourra ou pourront se trouver seule(s) à être sanctionnée(s)<sup>494</sup>.

**341.** L'introduction de la responsabilité pénale des personnes morales n'a pas eu d'effet notoire sur la responsabilité pénale des dirigeants sociaux pour ce qui est des délits intentionnels. Il n'y a qu'en matière de délit d'initié, où la reconnaissance de la responsabilité pénale des personnes morales a opéré un allègement de la responsabilité pénale du dirigeant.

Il est à rappeler, que la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983, dont certaines dispositions figurent dans le Code monétaire et financier, avait introduit une présomption de réalisation frauduleuse à la charge des dirigeants de droit

---

<sup>492</sup> **Planque (J-C)**, « La détermination de la personne morale pénalement responsable », L'Harmattan 2003, p. 397.

<sup>493</sup> **Simon (J)**, « Responsabilité pénale des personnes morales et des personnes physiques, coauteurs ou complices des mêmes faits », D. Aff. 1995, p. 101.

<sup>494</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass. Crim., 11 mars 2003, RTD. com juillet/septembre 2003 p. 578.

d'une personne morale au profit de laquelle aurait été commise une infraction d'initié.

Cette présomption n'avait plus de raison d'être dès lors que la personne morale peut elle-même être réprimée. Elle a donc été abrogée par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, codifiée dans le Code monétaire et financier. Fort heureusement d'ailleurs !

**342.** Au total, l'encouragement des actions à l'encontre des dirigeants sociaux, la rigueur des sanctions encourues et la restriction du champ qui leur est offert d'exonérer leur responsabilité font que ceux-ci subissent en grande partie le fardeau de la répression pénale en matière boursière.

Au contraire, en Tunisie, les dirigeants de sociétés cotées en Bourse n'encourent pas un risque sérieux sur le plan pénal. La répression pénale en matière boursière étant particulièrement laxiste.

**343.** Ceci étant dit, l'incapacité des sanctions pénales dirigées à l'encontre des dirigeants de sociétés cotées en bourse à rétablir la transparence et l'intégrité des marchés boursiers est un constat partagé entre le droit tunisien et français. Car même, en France, où l'analyse de la responsabilité pénale des dirigeants de sociétés cotées en bourse fait apparaître la simplification théorique de la mise en œuvre des sanctions pénales à leur encontre. L'arsenal pénal ne peut être, en pratique, efficace au vu des spécificités intrinsèques de ce dispositif. Tout au plus, la responsabilité pénale en matière boursière peut être un élément dissuasif.

Le peu de fois où la responsabilité pénale des dirigeants sociaux pour des délits boursiers a été retenue, par rapport au nombre de condamnations opérées par l'Autorité des marchés financiers, en témoigne.

Cette insuffisance du droit pénal se manifeste avec encore plus d'acuité lorsqu'il s'agit d'évoquer la responsabilité pénale des sociétés cotées en bourse.

## SECTION II

### LES SOCIETES COTEES EN BOURSE : UNE INEGALITE INACCEPTABLE

**344.** Le dispositif répressif tunisien souffre, en matière boursière, on l'a dit de plusieurs déficiences. La principale carence étant l'impunité offerte aux sociétés cotées en bourse.

En effet, un réel combat contre la criminalité boursière nécessite, l'introduction en droit tunisien de mécanismes permettant de mettre en cause les sociétés cotées en bourse. Bâtir en Tunisie un système répressif capable de lutter contre les délits boursiers, ne peut se faire sans une prise en compte du danger que peuvent présenter les infractions commises par les sociétés cotées en bourse (**Paragraphe 1**).

Le droit français où la responsabilité pénale des sociétés est, en plein essor, peut s'avérer comme un modèle intéressant susceptible d'inspirer le législateur tunisien (**Paragraphe 2**).

#### **Paragraphe 1 - Pour une société cotée pénalement responsable**

**345.** Le droit pénal tunisien, on l'a vu<sup>495</sup>, ne reconnaît pas la possibilité de retenir la responsabilité pénale des sociétés cotées en bourse pour des infractions à la législation boursière.

Il s'agit là de la lacune la plus sérieuse des textes régissant la responsabilité pénale en matière boursière.

Car cette impunité offerte aux personnes morales a des répercussions sur l'efficacité de la répression des délits boursiers. En effet, les sociétés cotées sont les actrices principales de ces marchés et la criminalité financière est souvent commise dans l'intérêt de ces entités personnifiées.

---

<sup>495</sup> V. supra pp 130 et s.

Ainsi, une manipulation de cours, par exemple, peut être commise par un dirigeant d'une société cotée en bourse en bourse, afin de remonter le cours de bourse des actions de cette société. L'infraction est ainsi commise dans l'intérêt de la société. C'est elle qui en est la principale bénéficiaire.

**346.** De même, en diffusant une fausse information, un dirigeant a pour objectif de faire apparaître sa société sous un meilleur jour qu'elle ne l'est vraiment. Cette infraction profite ainsi à la société qui voit son cours en bourse remonter.

Aussi, une société cotée en bourse peut utiliser une information privilégiée pour vendre ou acheter des titres placés par appel public à l'épargne et ainsi engranger des bénéfices considérables. Le délit d'initié est ainsi commis dans l'intérêt de la société et c'est elle qui en retire des gains.

**347.** De ce fait, il est inconcevable d'offrir une immunité à ces entités. Car ce faisant, on laisse impunis une bonne partie des délits boursiers commis. Une impunité qui ne peut que nuire à l'efficacité de la répression de ces délits mettant ainsi en danger l'intégrité et la transparence des marchés boursiers tunisiens.

Il n'est plus possible d'ignorer la criminalité dont peuvent faire preuve les sociétés. Il est nécessaire pour contrecarrer la dangerosité de ces délits sur les marchés boursiers de consacrer la responsabilité pénale des sociétés cotées en bourse.

**348.** D'ailleurs, admettre la responsabilité pénale des personnes morales correspond à une revendication récurrente de la part de la doctrine<sup>496</sup>. Une demande qui est parfaitement légitime « car ce qui est réellement visé par cette revendication n'est autre que l'aspiration à contrecarrer la dangerosité

---

<sup>496</sup> V. à ce sujet, **Belkani (F)**, « La responsabilité pénale des personnes morales », in « Mouvements du droit contemporain », Op.cit ;

الساسى بن حليلة و حسن عز الدين ذياب، "تطور مفهوم المسؤولية الجزائية للذات المعنوية في فقه القضاء"، أشغال الملتقى الملتئم يومي 25 و 26 نوفمبر 2010 بكلية العلوم القانونية والاقتصادية والتصرف بجنوبية "نصف قرن من فقه القضاء الجزائي"، منشورات الاطرش للكتاب المختص تونس 2011 ص 403.

criminelle de plus en plus évidente de ces personnes par la possibilité d'engager leur responsabilité pénale »<sup>497</sup>.

**349.** Aussi, les obstacles à la consécration de cette responsabilité particulière ne sont guère insurmontables.

Tout d'abord, les obstacles procéduraux semblent tout à fait franchissables. Une adaptation de la procédure pénale aux personnes morales semble tout à fait possible.

En premier lieu, la compétence territoriale reviendrait au procureur et aux tribunaux du lieu de l'infraction ou de celui où la personne morale a son siège<sup>498</sup>. Dans le cas des infractions boursières commises sur le marché boursier tunisien, la compétence reviendrait donc au Procureur du tribunal de première instance de Tunis. Deuxièmement, tout comme pour le droit français<sup>499</sup>, l'action publique exercée à l'encontre de la personne morale serait prise en la personne de son représentant légal. Le représentant n'est bien évidemment pas poursuivi à titre personnel mais « es qualités ». De ce fait, le représentant concerné par la procédure est celui en place au moment de la poursuite et non celui en place à l'époque de l'infraction<sup>500</sup>.

Les difficultés relatives à la procédure pénale, peuvent tout à fait être surmontées, suivant en cela, les procédures suivies par le Code de procédure pénale français<sup>501</sup>.

Quant aux considérations de fond, celles-ci sont tout aussi surmontables. Il s'agit de définir les conditions selon lesquelles la responsabilité pénale de la personne morale pourra être engagée, de définir la répartition des responsabilités entre la personne morale et ses dirigeants.

---

<sup>497</sup> **Belknani (F)**, Op.cit p. 504.

<sup>498</sup> **Belknani (F)**, Op.cit p. 505.

<sup>499</sup> V. infra pp. 204 et s.

<sup>500</sup> Il s'agit là de la position retenue par la jurisprudence tunisienne. V. sur ce point une décision rendue par la Cour de cassation en matière d'infractions pénales relatives à la réglementation du travail. Décision n°57836 daté du 5 mars 1996 ; cité par **Belknani (F)**, Op.cit p. 505.

<sup>501</sup> V. infra pp. 207 et s.

**350.** Là encore la solution consacrée en France<sup>502</sup> et transposée en Algérie semble pouvoir recevoir application en Tunisie :

En effet, l'article 121-2 du Code pénal français conditionne l'imputation d'une infraction pénale à une société, à la commission de cette infraction pour le compte de la société, par ses organes ou représentants.

Les conditions sont les mêmes en droit algérien : l'article 51 bis du Code pénal prévoit que « la personne morale... est responsable pénalement, lorsque la loi le prévoit, des infractions commises, pour son compte par ses organes ou représentants légaux. »

La mise en œuvre de la responsabilité pénale des personnes morales en Tunisie devrait alors être possible sous deux conditions cumulatives : que l'infraction ait été commise pour le compte de la personne morale et que cette infraction ait été commise par les organes ou les représentants de la société.

**351.** Au final, aucun argument sérieux, ne semble s'opposer à l'introduction de la responsabilité pénale des personnes morales en Tunisie.

La solution idoine serait de consacrer la responsabilité pénale de toute personne morale à l'exclusion de l'Etat. Une solution à caractère général et non une reconnaissance sectorielle qui ne peut s'avérer qu'insuffisante, serait à cet égard souhaitable.

L'ajout d'un article 36 bis au sein du code pénal est souhaitable. Cet article pourrait être rédigé de la sorte : « Les personnes morales, à l'exclusion de l'Etat, sont responsables pénalement des infractions commises pour leur compte, par leurs organes ou représentants. »

Une telle rédaction permettrait d'inclure bon nombre de personnes morales, dont les sociétés cotées en bourse, dans le champ de la répression pénale. Cette rédaction permettrait aussi d'imputer tous les délits, dont les délits boursiers, aux personnes morales. En outre, elle permettrait de clarifier les

---

<sup>502</sup> V. infra pp. 190 et s.

conditions de la mise en œuvre de la responsabilité pénale des personnes morales.

L'ajout d'un deuxième alinéa à cet article rédigé comme suit : « La responsabilité pénale de personne morale n'exclut pas celle de la personne physique auteur ou complice des mêmes faits », permettrait d'éviter que la responsabilité pénale des sociétés ne serve pas d'«écran» pour empêcher la responsabilité personnelle de leurs dirigeants.

**352.** Néanmoins et à défaut d'une reconnaissance générale de la responsabilité pénale des personnes morales, une modification du texte de l'article 81 de la loi du 14 novembre 1994 pour permettre l'imputation de ces délits aux sociétés cotées serait déjà un pas appréciable permettant de mettre fin à cette impunité nocive pour la crédibilité des marchés boursiers tunisiens.

D'ailleurs, dans l'optique de l'élaboration d'un régime consacrant la responsabilité pénale de la personne morale en Tunisie (et par conséquence des sociétés cotées en bourse), l'étude de la responsabilité pénale des personnes morales en France, est instructive sur plusieurs plans.

## **Paragraphe 2- Une société cotée pénalement responsable**

**353.** Les sociétés cotées en bourse françaises ne sont pas mieux placées que leurs dirigeants, qui voient l'action pénale contre eux encouragée<sup>503</sup>. En effet, l'imputation des délits boursiers à leur égard est facilitée par les conditions de la mise en œuvre de leur responsabilité pénale.

Ainsi, la souplesse des conditions de fond (**A**) et la simplification des conditions de forme (**B**), permettent une facilitation de la mise en œuvre de la responsabilité pénale des sociétés.

---

<sup>503</sup> V. supra p. 148.

## **A – Souplesse des conditions de fond**

**354.** Au-delà de l'élément intentionnel (1), les conditions de fond de la mise en œuvre de la responsabilité pénale des personnes morales sont fixées par l'article 121-2 du Code pénal français qui exige pour imputer une infraction pénale à une société, que celle-ci soit commise « pour leur compte, par leurs organes ou représentants ».

La première difficulté qui s'est posée, concernait l'interprétation qui devrait être donnée de la virgule qui sépare « pour leur compte » et « par leurs organes ou représentants ». Faut-il l'interpréter comme un « et » ou comme un « ou », s'agit-il de conditions cumulatives ou alternatives?

La question fût rapidement tranchée en faveur du « et », c'est ce qui ressortait du discours de présentation de la loi au Sénat<sup>504</sup>. Il s'agit donc là de deux conditions cumulatives et la jurisprudence à ce sujet a toujours été constante.

Ceci dit, nous allons nous atteler à déterminer les contours de la notion de « pour le compte » (2) avant d'expliquer ce qu'il faut entendre par « organes ou représentants » (3).

### **1- L'élément intentionnel**

**355.** Le double principe que nul n'est responsable que de son propre fait, posé par l'article 121-2 du Code pénal, et que la peine et son régime sont fonction des circonstances de fait de l'infraction et de la personnalité de l'auteur de celle-ci posé par l'art 132-24 du même code, s'applique aux personnes morales comme aux personnes physiques. Et c'est bien pourquoi le délit doit pouvoir être imputé à l'entité personnifiée non seulement parce que celui qui l'a commis (organe social ou représentant) l'a fait pour le compte de celle-ci, mais aussi parce que telle fut la volonté sociale ou la politique économique de la personne morale. Cette condition n'est autre que celle qui correspond à l'élément moral lorsqu'il s'agit du cas classique du délit commis par une

---

<sup>504</sup> **Desportes (F) et Le Guehec (F)**, « Présentation des dispositions du nouveau Code pénal », JCP éd. G 1992, I, n° 3615.

personne physique. Au surplus, le Code pénal ayant écarté du droit positif français les délits et les crimes purement matériels, il n'est pas pensable de faire fi de l'élément intentionnel de l'entité personnifiée sanctionnable pénalement pour un délit qui lui est également propre.

Cette condition est sans doute la plus difficile à caractériser. Et c'est bien pourquoi certaines décisions l'ont qualifié de manière laconique<sup>505</sup>.

**356.** L'intentionnalité se traduit pour les sociétés, par la nécessité de retenir à leur encontre une volonté sociale de fraude ou une politique économique répréhensible, ou même une activité sociale totalement illicite<sup>506</sup>.

Cette affirmation n'implique absolument pas que la culpabilité personnelle du directeur général soit établie et doive l'être. La Cour de cassation française n'ayant pas consacré, la thèse de la faute nécessairement commune de la personne physique et de la personne morale.

**357.** De même, il semble bien que la Cour de cassation<sup>507</sup> se trouverait satisfaite si le lien avait été établi entre les décisions prises par les différents organes et représentants de la personne morale ; autrement dit s'il avait été établi que le délit imputé à la société résultait bien d'une « politique infractionnelle » de l'équipe dirigeante ou agissante. C'est la structure et le fonctionnement des sociétés qui sont ou non criminogènes et c'est pourquoi le législateur comme la jurisprudence retiennent la faute pénale personnelle des personnes morales.

**358.** Il est donc faux de déduire du fait que la responsabilité pénale de la société ne peut être retenue que s'il est établi la commission de l'infraction par un organe ou un représentant que « c'est à l'encontre de ces dernières uniquement que les éléments constitutifs et l'élément intentionnel de l'infraction doivent être recherchés »<sup>508</sup>.

---

<sup>505</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Lamy droit pénal des affaires », Op.cit p. 66.

<sup>506</sup> **Barbièri (J.-F)**, Note sous Cass. crim, 2 décembre. 1997, Bull. Joly 1998, p. 512.

<sup>507</sup> Cass. crim, 24 mai 2000, no 99-83.414, Bull. crim., n° 203, p. 597.

<sup>508</sup> Cass. crim, 2 décembre 1997, no 96-85.484, D. Affaires 1998, p. 432.

D'ailleurs, une décision de la Cour d'appel de Paris rendue en matière de délit de manipulation de cours illustre parfaitement la position de la jurisprudence française. Cette décision, rappelle qu'aucune intentionnalité (par ailleurs caractérisée chez l'employé) n'avait à être recherchée chez la personne morale. Même si la question a pu, à juste titre, être discutée<sup>509</sup>, la conception actuelle du droit français de la responsabilité pénale de la personne morale tend à faire assumer à celle-ci une responsabilité mécanique : dès lors qu'une infraction est commise pour son compte par l'un de ses organes ou représentants, la responsabilité de la personne morale est engagée. Nul besoin, de démontrer une faute propre imputable à la personne morale. La responsabilité pénale de la personne morale exclut fort justement toute composante psychologique, « qui serait bien artificielle s'agissant d'un être désincarné »<sup>510</sup>.

Les deux conditions posées par l'article 121-2, alinéa 1<sup>er</sup>, du Code pénal ne se rapportent qu'à la matérialité des actes infractionnels et ne supposent pas une intention coupable des personnes physiques ayant agi pour le compte de l'être moral délinquant<sup>511</sup>.

## **2- Une infraction pour le compte de la société**

**359.** Comme précédemment dit, la responsabilité pénale des sociétés ne peut être retenue que si l'organe ou le représentant a agi « pour le compte » de celle-ci.

Il s'agit là d'une condition essentielle car c'est elle qui opère le transfert de responsabilité vers la société.

---

<sup>509</sup> V. **Robert (J-H)**, Note sous Trib. correctionnel Lyon, 9 octobre 1997 : Droit Pénal, 1997, comm. n° 154 et au JCP, 1998, I, 105, ainsi que sur C.A. Lyon, 3 juin 1998 : Droit Pénal, 1998, comm. n° 118.

<sup>510</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris, 2 février 2007, n° 06/08079, Deveaux et SA Fideuram Wargny Bull. Joly Bourse, 01 mars 2007 n° 2, p. 200.

<sup>511</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Lamy droit pénal des affaires », Op.cit. p. 66.

**360.** Le législateur a retenu une formule large qui peut s'adapter à une très grande diversité de situations pratiques, ce qui n'était pas le cas de la formule de l'avant-projet de 1978, qui imposait que les infractions soient commises « au nom » et « dans l'intérêt collectif» de la personne morale<sup>512</sup>.

Cela étant, Il n'existe pas de définition précise de la notion de « pour le compte de », de même que les travaux parlementaires n'ont pas précisé ce qu'on pourrait entendre par cette expression.

On pourrait néanmoins déterminer les situations exclues des prévisions de la loi (**a**) ainsi que celles qui relèvent de son champ d'application (**b**).

#### ***a- Les situations exclues des prévisions de la loi***

**361.** D'abord, Il est bien évident qu'une société ne saurait voir sa responsabilité pénale engagée du seul fait qu'une infraction a été commise à l'occasion de son activité ou dans le cadre de celle-ci.

Ainsi, n'engage pas la responsabilité pénale de la société, le représentant qui n'a pas agi dans l'exercice ou à l'occasion de l'exercice de ses fonctions mais pour son propre compte et dans son seul intérêt personnel voire même au préjudice de la personne morale.

Il en est ainsi par exemple, en cas de non déclaration de franchissement de seuil. Le dirigeant qui vient à posséder plus du vingtième, du dixième, du cinquième, du tiers, de la moitié ou des deux tiers du capital de la société qu'il dirige et dont les actions sont inscrites à la côte officielle ou du second marché ou au hors côte d'une bourse de valeurs sans informer cette société, dans un délai de quinze jours à compter du franchissement du seuil, du nombre total d'actions qu'elle possède ; n'engage certainement pas la responsabilité pénale de sa société qui reste victime de ses agissements.

---

<sup>512</sup> **Desportes (F) et Le Guehec (F)**, Op. cit p. 26.

**362.** De même, une société ne saurait être responsable pénalement d'un délit d'initié commis par son président pour son propre compte et dans son intérêt personnel<sup>513</sup>.

De même, une infraction réalisée dans l'intérêt d'une minorité des membres de la société n'est pas considérée comme ayant été commise pour le compte de celle-ci. Cette hypothèse se confond avec la situation dans laquelle le représentant aurait agi dans son seul intérêt.

***b- Les situations relevant du champ d'application de l'article 121-2***

**363.** A l'inverse, il est certain que doit être considéré comme agissant pour le compte de la société, le dirigeant qui commet des infractions au nom et dans l'intérêt de celle-ci. Cet intérêt peut consister dans la réalisation ou l'espérance d'un profit financier, qu'il s'agisse d'obtenir un gain positif ou d'éviter une perte.

Ainsi, la jurisprudence a considéré comme ayant été commis pour le compte de la société, le fait pour une société prestataire de services d'investissements d'acheter et de revendre des actions d'une société cotée au cours de plusieurs séances de bourse (opérations consistant à passer simultanément, ou dans un bref laps de temps, des ordres en sens contraire de vente et d'achat, à un prix supérieur au cours de bourse). Ces opérations avaient également contribué à la hausse du cours, en ayant pour effet de permettre au titre d'être coté à un cours supérieur à celui résultant de la confrontation des ordres passés par des acheteurs ou des vendeurs indépendants<sup>514</sup>.

**364.** Aussi, l'expression « pour le compte de » n'équivaut pas à la formule « au profit de » même prise au sens très large<sup>515</sup>.

---

<sup>513</sup> **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions Boursières », Op.cit p. 39.

<sup>514</sup> **Rontchevsky (N)**, Note sous C.A. Paris 2 février 2007, RTD Com. 2007 p. 413.

<sup>515</sup> **Delmas-Marty (M)**., « Les conditions de fond de mise en jeu de la responsabilité pénale des personnes morales », Rev. sociétés 1993, p. 302.

De même, un acte délictueux est commis pour le compte d'une société dès lors qu'il entre dans l'objet pour lequel elle a été créée<sup>516</sup>.

Mais au delà de certaines hypothèses<sup>517</sup>, il paraît possible de soutenir que les actes répréhensibles du représentant engagent également la responsabilité pénale de la personne morale dès lors qu'ils ont été commis pour son compte, c'est-à-dire, dans l'exercice d'activités ayant pour objet d'assurer l'organisation, le fonctionnement ou les objectifs du groupement doté de la personnalité morale<sup>518</sup>.

**365.** Aussi, il est possible de retenir la responsabilité pénale de la société, malgré l'absence de profit financier ou de but lucratif, on pourrait penser par exemple à un délit de fausse information du public qui ne procurerait pas de profit financier à la société<sup>519</sup>.

**366.** Enfin, on peut ajouter qu'une difficulté peut se poser : est-ce que la responsabilité pénale d'une société peut être retenue, c'est-à-dire est ce que l'infraction est considérée comme ayant été commise pour le compte de la société lorsque l'organe ou le représentant a agi en dehors de ses attributions ?

Dans ce cas, il paraît que la responsabilité pénale de la personne morale ne peut être exclue. C'est en tout cas, le vœu de la doctrine selon laquelle

---

<sup>516</sup>Il en est ainsi du dirigeant qui fait des manœuvres frauduleuses pour obtenir la signature d'un contrat avec une autre personne ou qui se livre à des opérations de corruption active pour obtenir un marché, ou encore du responsable social d'une banque qui accepte de placer des fonds alors qu'il connaît leur origine frauduleuse ; **Guérin (D)**, Actes du colloque de Sienna, « L'introduction en droit français de la responsabilité pénale des personnes morales », L.P.A 11 décembre 1996, p. 6.

<sup>517</sup> Sont également commises pour le compte de la société, les infractions involontaires survenues à l'occasion de l'activité que la société déploie. Par exemple, les cas de blessures ou d'homicides involontaires sur les chantiers. Il n'est donc pas nécessaire, que l'infraction résulte de la volonté délibérée du représentant de l'organe pour voir engagée la responsabilité pénale de la société.

De même, des infractions de négligence ou d'imprudence peuvent être commises pour le compte de la société.

Tel est le cas de l'accident de chantier résultant de l'inobservation des règles de sécurité ; ou encore le cas des atteintes subies par le consommateur du fait de la mise en vente d'un produit corrompu. D'ailleurs, les juridictions pénales ont fréquemment condamné des sociétés pour homicide et blessure involontaires, notamment dans les relations de travail avec leurs employés.

<sup>518</sup> **Desportes (F) et Le Guehec (F)**, Op.cit. p27.

<sup>519</sup> **Mayaud (Y)**, Note sous Trib. Correctionnel Bastia 3 juin 1997, Rev. Science criminelle 1998, p. 99.

« limiter la capacité délictuelle de la personne morale au domaine restreint des attributions fonctionnelles de l'organe qui a agi aboutirait à créer une large zone d'irresponsabilité pénale injustifiée »<sup>520</sup>. De même cela semble aussi être la volonté du législateur qui a prévu à l'article 131-39 du Code pénal la dissolution de la personne morale lorsque celle-ci a été « détournée de son objet » pour commettre l'infraction alors que dans ce cas les organes ou les représentants n'ont certainement pas agi dans le cadre de leurs attributions. La référence au droit comparé permettrait aussi de parvenir à la même solution : le droit anglo-américain refuse la limitation de la responsabilité pénale des personnes morales aux seuls actes liés à la compétence du dirigeant<sup>521</sup>.

**367.** En définitive, comme l'a écrit Mme le Professeur Delmas-Marty<sup>522</sup>, l'expression « pour le compte », permet d'englober toute infraction ayant entraîné un profit au sens le plus large (matériel ou moral, bénéfique ou diminution des coûts directs ou indirects).

Les deux conditions « pour le compte » et « par leurs organes ou représentants » sont non seulement liées mais interdépendantes.

### ***3- Une extension de la notion d' « organes ou représentants »***

**368.** En application de l'article 121-2 du Code pénal, la Cour de cassation française juge régulièrement, tant pour les infractions intentionnelles que pour les infractions d'imprudence, que la responsabilité pénale d'une société suppose la commission de l'élément matériel et de l'élément moral de l'infraction par ses organes ou représentants.

Mais avant de préciser les notions d'organe et de représentant, il est à noter que les tribunaux s'efforcent d'éliminer tous les obstacles à la mise en œuvre

---

<sup>520</sup> **Merle (R) et Vitu (A)**, « Traité de droit criminel » : Cujas, Ed. 1988, t1, n°605.

<sup>521</sup> **Desportes (F) et Le Guehec (F)**, Op.cit p. 27.

<sup>522</sup> **Delmas-Marty (M)**, Op.cit. p. 302.

de la responsabilité pénale des sociétés et cela se manifeste aussi à travers l'interprétation de ces notions.

Ainsi, la qualité d'organe ou de représentant n'exige pas un lien de droit entre la société et son dirigeant. Certaines juridictions du fond considèrent comme représentants de simples salariés dès lors qu', aux yeux du public, ces salariés exercent le pouvoir de décision au sein de la société<sup>523</sup>.

**369.** Ensuite, la Cour de cassation n'exige pas que l'organe ou le représentant, auteur matériel de l'infraction soit identifié, dès lors qu'est établie la commission de cette infraction par un organe ou un représentant<sup>524</sup>. Il suffit de constater que l'infraction considérée n'ait pu être commise que par un organe ou un représentant pour engager la responsabilité pénale de la société, il importe peu alors que l'auteur demeure inconnu. Adoptée, d'abord, pour les infractions non intentionnelles<sup>525</sup> cette solution a été étendue aux infractions intentionnelles<sup>526</sup>.

Ceci nous amène donc, à nous intéresser à la notion d'organe (**a**) pour après préciser la notion de représentant (**b**).

#### **a- Une conception large de la notion d'organe**

**370.** La notion d'organe recouvre toutes les personnes investies, individuellement ou collectivement, par la loi ou les statuts de la personne morale, du pouvoir d'agir au nom de celle-ci, d'assurer « son administration ou sa direction », pour reprendre l'expression de l'article 5 de la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901 relative au contrat d'association<sup>527</sup>.

En droit des sociétés, les organes sont des personnes physiques individuellement considérées ou des collèges qui sont composés de

---

<sup>523</sup>Trib. correctionnel de Grenoble 15 septembre 1997, Droit pénal, 1998, n°5.

<sup>524</sup> **Saint-Pau (J-C)**, Note sous Cass. crim 18 janvier 2000, D 2000, n°30 Jur p636.

<sup>525</sup> Cass. crim 1 décembre 1998, rev. sc. crim 1999, p. 336.

<sup>526</sup> **Roujou de Boubée G**, « La responsabilité pénale des personnes morales », Op.cit p. 11.

<sup>527</sup> **Desportes (F) et Le Guehec (F)**, Op.cit. p20.

personnes investies du pouvoir de gérer et de décider ensemble de la vie sociale<sup>528</sup>.

**371.** Dans ce domaine, les solutions sont données par le Code de commerce. Pour ce qui est des sociétés anonymes, forme privilégiée des sociétés cotées, lorsqu'elles sont pourvues d'un conseil d'administration, la qualité d'organe doit être reconnue au conseil d'administration, à son président mais aussi aux directeurs généraux. Il s'agit là d'une solution confirmée à maintes reprises par la jurisprudence<sup>529</sup>.

**372.** Dans les sociétés anonymes à directoire, les organes sont constitués par le directoire, le président de celui-ci et les directeurs généraux spécialement habilités par le conseil de surveillance à représenter la société.

D'autre part, l'article 121-2 ne distingue pas entre les organes de gestion et les organes de contrôle de la personne morale. En pratique, cependant, il est vraisemblable que seuls les organes de gestion sont susceptibles d'engager la responsabilité pénale de la personne morale.

Ainsi, en ce qui concerne le conseil de surveillance, même si celui-ci est un organe de la société, il est peu probable en pratique qu'il engage la responsabilité pénale de la société du fait de ses délibérations et ce compte tenu de sa mission de contrôle.

**373.** De même, l'assemblée des actionnaires est un organe de la société mais il est toutefois improbable en pratique que ses délibérations engagent la responsabilité pénale de la société puisqu'il s'agit d'un organe intermittent qui n'est pas chargé de la gestion quotidienne<sup>530</sup>.

---

<sup>528</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Lamy droit pénal des affaires », Op. cit. p. 64.

<sup>529</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass. Crim. 2 décembre 1997, Rev. sociétés janv-mars 1998 p152 ; **Barbiéri (J-F)**, Note sous Cass. Crim 7 juillet 1998, Bull. Joly sociétés, février 1999, p 260.

<sup>530</sup> **Desportes (F) et Le Guehec (F)**, Op.cit. p 20.

Sur un autre plan et en ce qui concerne les dirigeants de fait qui ne sont pas nommés conformément à la loi ni aux statuts, la question se pose de savoir s'ils sont susceptibles d'engager la responsabilité pénale de la société.

A ce sujet, la doctrine s'avère partagée. Certains auteurs sont favorables à la répression afin de ne pas « créer une immunité regrettable au profit des personnes morales dont les dirigeants de droit ne sont que des prête-nom »<sup>531</sup>. D'autres adoptent une position contraire, en considérant qu'en pareil cas la personne morale était « placée en état de contrainte » et faisait « plutôt figure de victime que de coupable »<sup>532</sup>. Un troisième courant doctrinal défend une position plus nuancée et propose de distinguer selon que le dirigeant de fait a été ou non connu des organes de la société et selon qu'il a ou non, « exprimé la volonté de l'être collectif »<sup>533</sup>.

**374.** En pratique, le dirigeant de fait est souvent complice, par aide ou par fourniture de moyens, de la personne qui dirige en droit la personne morale. Il commet pour le compte de celle-ci, des infractions ; ce qui nous autorise à considérer l'organe de fait comme un organe au sens de l'article 121-2 du Code pénal. Il est possible aussi de considérer l'organe de droit comme complice de l'organe de fait en application des articles 121-6 et 121-7. La responsabilité pénale de la société pourra donc, être engagée en raison des actes de l'organe de fait<sup>534</sup>.

**375.** Mais quoi qu'il en soit, il est certainement souhaitable, d'assimiler l'organe de fait à l'organe de droit, puisqu'il est difficilement concevable qu'une personne prenne la direction de fait d'une société sans bénéficier de la défaillance ou la complaisance des organes de droit. Sans être nécessairement complices des infractions reprochées au dirigeant de fait, ceux-ci ont toutefois accepté, que ce soit tacitement ou expressément, de lui abandonner leur pouvoir et de faire de lui un organe de la société. Le dirigeant

---

<sup>531</sup> **Delmas-Marty (M)**, « Droit pénal des affaires », PUF 3<sup>ème</sup> Ed 1990 p. 119.

<sup>532</sup> **Merle (R) et Vitu (A)**, « Traité de droit criminel » : Cujas, éd 1988, t1, n°605.

<sup>533</sup> **Merle (R) et Vitu (A)**, Op.cit. n°647.

<sup>534</sup> **Desportes (F) et Le Guehec (F)**, Op.cit. p 20.

de fait apparaît ainsi comme une sorte de délégataire des dirigeants de droit, susceptible ainsi d'engager la responsabilité pénale de la société et le fait que cette délégation générale de pouvoir soit illégale n'affecte en rien l'imputabilité de l'infraction à la société.

**376.** D'ailleurs, la jurisprudence a toujours assimilé les situations de fait à celles que la loi avait imposées. L'une des premières décisions rendues en matière de responsabilité pénale des personnes morales a condamné une société à raison des agissements de son dirigeant de fait, dans une affaire où le délit de travail clandestin a été commis par l'ancien président de la société qui continuait de fait à la gérer<sup>535</sup>.

De même, la cour de cassation estime que dès lors qu'il n'y a pas de délégation, les dirigeants de droit et de fait sont co-gérants et tenus de respecter la réglementation sur la sécurité<sup>536</sup>.

Qu'en est-il maintenant de la notion de « représentant » ?

### ***b- Une large interprétation de la notion de représentant***

**377.** Le terme « représentant » ne figurait pas dans les avant-projets de Code pénal de 1978 et 1983, qui ne faisaient référence qu'aux « organes » de la personne morale. Il n'est apparu que dans le texte du projet déposé en 1986 par Robert Badinter et ni les débats parlementaires, ni la circulaire d'application ne permettent de définir cette notion<sup>537</sup>.

En général, ce terme se confond avec celui d'organes. Mais il ne doit pas être compris comme désignant le seul représentant légal, sinon l'ajout de cette qualité dans la loi n'aurait aucun sens. Ainsi le gérant d'une SARL, le président d'une SA, l'administrateur provisoire, le liquidateur d'une société ou d'une association, le chef d'entreprise, le mandataire spécial et surtout les

---

<sup>535</sup> Trib. correctionnel Strasbourg, 9 février 1996, les annonces de la seine 1996, n°24, p. 10.

<sup>536</sup> Cass. Crim 12 septembre 2000 N° 99-88.011, Bull. Crim n°268 p.791.

<sup>537</sup> **Desportes (F) et Le Guenehec (F)**, Op.cit p. 20.

personnes titulaires d'une délégation de pouvoir, qui implique en effet une délégation de la représentation, sont des représentants.

A noter qu'il importe peu de savoir si le représentant a agi en dehors des limites de ses attributions.

**378.** La notion de représentant n'a pas cessé de s'élargir dans la jurisprudence. Ainsi le délégataire salarié agissant pour le compte de la personne morale est considéré comme son représentant, d'abord implicitement<sup>538</sup>, ensuite expressément.

Ainsi, dans une affaire qui n'a pas trait à des infractions boursières, la Chambre criminelle<sup>539</sup> a estimé qu'était engagée la responsabilité pénale d'une société, dès lors que les deux préposés avaient reçus délégation de pouvoirs des organes de celle-ci pour assurer la sécurité de pistes ski.

**379.** Cette délégation était même déduite du fait que « les prévenus, pourvus de la compétence, de l'autorité et des moyens nécessaires avaient reçu une délégation de pouvoirs de la part des organes de la personne morale »; alors que rien ne permet d'affirmer, à partir des énonciations de l'arrêt, que les représentants légaux de la société exploitante avaient entendu déléguer quoi que ce soit à qui que ce soit.

Dans un autre arrêt, la haute juridiction<sup>540</sup>, a énoncé très clairement que « le salarié d'une société titulaire d'une délégation de pouvoirs en matière d'hygiène et de sécurité est un représentant de la personne morale au sens de l'article 121-2 du Code pénal. Il engage donc la responsabilité pénale de celle-ci en cas d'atteinte involontaire à la vie ou à l'intégrité physique trouvant sa cause dans un manquement aux règles qu'il était tenu de faire respecter en vertu de sa délégation ».

---

<sup>538</sup> Cass. Crim 1er dec 1998, n°97-80, D.2000, jur, p 34.

<sup>539</sup> **Barbiéri (J-F)**, Note sous Cass. Crim, 9 novembre 1999, Bull. Joly Sociétés Avril 2000, p. 418.

<sup>540</sup> Cass. Crim 30 mai 2000, n°99-84.212, Bull. crim, n°206 p. 607.

Dans un autre arrêt célèbre, l'arrêt « Carrefour », daté du 26 juin 2001<sup>541</sup>, il a été considéré que le titulaire d'une subdélégation de pouvoir est un représentant susceptible d'engager la responsabilité pénale d'une société.

**380.** La même conception très large de la notion de représentant de la société a été admise en matière de délits boursiers.

Une décision de la Cour d'appel de Paris datée du 2 février 2007<sup>542</sup>, concernant un délit de manipulation de cours apporte des précisions utiles sur la conception que ce fait la jurisprudence française de cette notion de représentant.

En l'espèce, la société Fideuram Wargny, prestataire de services d'investissement procédait à l'exécution d'ordres émanant du dirigeant de la société Deveaux qui lui demandaient de procéder à d'importants rachats de titres de cette société, tant par cette dernière que par sa société mère. Celle-ci rétrocédait ensuite les titres acquis à sa filiale. La finalité de ces opérations était de faire remonter le cours de l'action, afin de restituer la valeur réelle du titre de la société. La Cour d'appel de Paris confirme la condamnation du dirigeant de la société Deveaux pour manipulation de cours en caractérisant tant les éléments matériels que l'élément moral du délit<sup>543</sup>. La Cour déclare la société Fideuram Wargny, également pénalement responsable de l'infraction de manipulation de cours<sup>544</sup>. En l'occurrence, le chargé de clientèle avait exécuté les ordres transmis par le dirigeant de la société Deveaux. Une conversation téléphonique révèle que ce préposé avait conscience d'exécuter ces opérations pour « *faire remonter les cours* ». Les juges considèrent donc qu'il a joué un rôle actif dans les opérations reprochées, en ayant conscience de leur finalité véritable.

---

<sup>541</sup> Cass. crim 26 juin 2001, J.C.P éd E 21 février 2002, p. 375.

<sup>542</sup> **Rontchevsky (N)**, Note sous C.A. Paris, 2 février 2007, *Deveaux et SA Fideuram Wargny*, RTD com. 2007 p. 413 ; **Salomon (R)**, Dr. Soc. 2007, Comm. n° 123.

<sup>543</sup> Art. L. 465-2, al. 1 du code monétaire et financier

<sup>544</sup> Art. L. 465-3 du code monétaire et financier

**381.** Ils prennent d'ailleurs soin de caractériser la commission de l'infraction par le chargé de clientèle de la société Fideuram Wargny conformément aux exigences de l'article 121-2 du Code pénal. La faute pénale commise par la personne physique n'étant pas suffisante pour engager la responsabilité pénale de la société. Cette faute devant être commise par un « organe » ou « représentant » de la société agissant pour son compte.

En reprenant la logique de la Cour de cassation, qui on l'a vu a élargi ces notions en admettant qu'un salarié, titulaire d'une délégation de pouvoir, soit un représentant de la personne morale au sens de l'article L. 121-2 du code pénal<sup>545</sup>. La cour d'appel fait un pas de plus et considère un salarié, chargé des relations avec la clientèle comme représentant de la société. Elle estime que le salarié « qui avait reçu pouvoir de la direction de la société Fideuram Wargny d'exécuter les ordres des clients et représentait l'établissement vis-à-vis de ces derniers, n'a pas agi de sa propre initiative, mais au profit de la société et après en avoir informé sa hiérarchie qui ne lui a pas interdit de procéder ainsi ».

**382.** La Cour d'appel élargit donc considérablement le champ d'application de la responsabilité pénale des personnes morales en retenant des qualités qui normalement seraient insuffisantes pour engager la responsabilité pénale de Fideuram Wargny.

En effet, au regard de la terminologie employée, on peut douter du fait qu'il y avait réellement délégation de pouvoir. L'exécution des ordres des clients ne relevait-elle pas de la simple exécution du contrat de travail du préposé ? Il semble que la Cour d'appel n'a pas véritablement caractérisé la délégation de pouvoir spécial indispensable pour transformer un salarié en représentant de la société. C'est sur ce point que la motivation de la Cour d'appel apparaît la

---

<sup>545</sup> **Bouloc (B)**, Note sous Cass. Crim. 14 déc. 1999, RTD com. 2000 p. 737.

plus fragile<sup>546</sup>. Mais contre toute attente, la Cour de Cassation confirme dans son arrêt du 28 janvier 2009<sup>547</sup>.

Aux termes de celui-ci, « en l'état de ces seules énonciations, d'où il se déduit que l'infraction d'entrave au fonctionnement régulier d'un marché réglementé a été nécessairement commise par un organe de la société Fideuram Wargny, pour le compte de cette dernière, la Cour d'appel qui a répondu aux chefs péremptoires des conclusions dont elle était saisie, a sans insuffisance ni contradiction justifié sa décision ».

Ainsi, la Cour de cassation ne remet pas en cause la solution dégagée par la Cour d'appel, elle en complète même le fondement en recourant à une présomption.

**383.** Le délit de manipulation de cours, est ainsi considéré comme nécessairement commis par un organe de la société.

Certes, la solution n'est pas inédite, la jurisprudence de la Cour de cassation est allée en ce sens à plusieurs reprises ces dernières années<sup>548</sup>. Toutefois, les délits reprochés aux personnes morales étaient dans la plupart des cas non intentionnels, c'est-à-dire résultant de l'inobservation des obligations ne pesant légalement que sur l'employeur ou son délégataire de pouvoirs. Or, le délit de manipulation de cours est tout à fait intentionnel. C'est-à-dire, une situation où il était raisonnable de penser, que la responsabilité pénale d'une

---

<sup>546</sup> **Le Bars (B) et Thomasset-Pierre (S)**, « Droit des marchés financiers » mai 2006 - mai 2007, D. 2007 p. 2418.

<sup>547</sup> **Capdeville (J-L)**, Note sous Cass. crim., 28 janvier 2009, n° 07-81674, X et société Fideuram Wargny, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2009 n° 3, p. 170 ; La surprise quant à cette confirmation n'étonne toutefois pas tous les auteurs V. **Barbièri (J-F)**, Bull. Joly Sociétés, 01 septembre 2009 n° 9, p. 799, qui estime que dans le contexte jurisprudentiel actuel, il n'est pas vraiment surprenant qu'un simple salarié soit réputé revêtir la qualité d'organe ou de représentant qui, selon les termes de l'arrêt commenté, agissant « au profit de la société » qui l'emploie, engage la responsabilité pénale de celle-ci.

<sup>548</sup> **Robert (J-H)**, Note sous Cass. crim., 20 juin 2006, Droit pénal, 2006, comm. n° 128 ; **Dreyer (E)**, J.C.P. éd G, 2006, II, 10199 ; **Saint-Pau (J-C)**, D., 2007, p. 617 ; **Véron (M)**, Note sous Cass. Crim., 26 juin 2007, Droit pénal, 2007, comm. n° 135 ; **Mastopoulou (H)**, Note sous Cass. crim., 25 juin 2008, Droit pénal, 2008, n° 140 ; **Fortis (E)**, Note sous Cass. Crim., 19 novembre 2008, Rev. Science criminelle, 2009, p. 89.

société ne pouvait être retenue dès lors que l'auteur direct de l'infraction n'avait pas pu être identifié<sup>549</sup>.

**384.** La position de la doctrine, concernant la question de savoir si la délégation consentie par son organe dirigeant exonérait également la personne morale ou si l'on devait considérer le délégataire comme un représentant de celle-ci au sens de l'article 121-2 du Code pénal, est quant à elle plus partagée.

Certains auteurs sont favorables à l'assimilation du délégataire de pouvoir au représentant de la société<sup>550</sup>, alors que d'autres se sont montrés plus réticents, invoquant notamment le principe d'interprétation stricte de la loi pénale posé à l'article 111-4 du Code pénal<sup>551</sup>.

**385.** Quoi qu'il en soit, les solutions retenues par la jurisprudence paraissent logiques car le délégataire de pouvoir se substitue aux organes de la société dont il exerce les prérogatives pour le compte de celle-ci. La délégation, effectuée en quelque sorte, en même temps un transfert de pouvoir et un transfert de représentation. Elle est une cause d'exonération pour l'organe délégant mais pas pour la société.

D'ailleurs, un raisonnement différent serait en contradiction avec l'esprit de la réforme ayant abouti à la consécration de la responsabilité pénale de la personne morale. Une réforme qui a été instituée dans le dessein d'assurer l'efficacité de la sanction. Et si une délégation de pouvoir suffisait à mettre les sociétés à l'abri des poursuites, l'efficacité de la répression serait sérieusement menacée<sup>552</sup>.

**386.** Cette assimilation du délégataire au représentant, a donc de nombreuses conséquences pratiques puisqu'elle donne plein effet à la responsabilité

---

<sup>549</sup> Véron (M), Note sous Cass. Crim., 1<sup>er</sup> avr. 2008, Droit pénal, 2008, comm. n° 140.

<sup>550</sup> Couret (A), « Infractions aux règles d'hygiène et de sécurité de travail, délégation de pouvoirs et mise en danger », Droit social, 1995, p. 344.

<sup>551</sup> Mercadal (B), « Abus de biens sociaux et responsabilité pénale des personnes morales », RJDA 1998, p. 897.

<sup>552</sup> Desportes (F) et Le Guenehec (F), Op.cit p. 22.

pénale des sociétés en permettant de la retenir pour des infractions, fréquemment imputables à des préposés titulaires d'une délégation de pouvoir, de même qu'elle peut dispenser d'identifier la personne physique ayant commis l'infraction pour le compte de la société.

Ceci en ce qui concerne les conditions de fond de la mise en œuvre de la responsabilité pénale des sociétés, quid maintenant des conditions de forme ?

### ***B- Simplification des conditions de forme***

**387.** La poursuite et la mise en examen du sujet de droit qu'est une société cotée en bourse ne sont pas de nature à poser de nouveaux problèmes d'ordre juridique. En effet, il y a des précédents en la matière, on citera à titre d'exemple la procédure administrative à caractère répressif engagée à l'encontre de ces sociétés par l'Autorité des marchés financiers (Auparavant cette procédure répressive était menée en France par la Commission des opérations de bourse)<sup>553</sup>.

Ainsi, le grand principe de l'imputabilité de l'infraction à la seule personne qui en est l'auteur doit être respecté de manière absolue. Repris à l'article 121-1 du Code pénal en vigueur depuis 1994, le principe de l'imputabilité à l'auteur de l'infraction se traduit en ce que l'action publique est « exercée à l'encontre de la personne morale » mais qu'elle est « prise en la personne » du représentant légal au moment de la poursuite<sup>554</sup>. Selon l'article 706-43 du Code de procédure pénale, au regard de l'article 121-1 du Code pénal, l'action publique est exercée contre la société.

---

<sup>553</sup> V. infra pp. 316 et s.

<sup>554</sup> C'est ce que dispose l'article 706-43 du Code de procédure pénale modifié pour les besoins de la responsabilité pénale des personnes morales par la loi n° 92-1336 du 16 décembre 1992. Ce texte s'insère entre les articles 706-41 à 706-46 du Code de procédure pénale constituant un chapitre supplémentaire du Code de procédure pénale et intitulé : « De la poursuite, de l'instruction et du jugement des infractions commises par les personnes morales » ; **Ducouloux-Favard (C)**, « Lamy droit pénal des affaires », Ed. Lamy, 2007 .

**388.** Quant à la juridiction compétente, l'article 706-42 du Code de procédure pénale<sup>555</sup>a distingué deux cas d'espèce selon que seule la société est soupçonnée ou qu'une personne physique l'est en même temps.

Dans le premier cas, ce sont les procureurs et juridictions du lieu de l'infraction ou du lieu du siège de l'être moral qui sont compétents. Dans le second cas, les tribunaux du lieu de l'arrestation de la personne physique ou de sa résidence sont également compétents.

**389.** Mais au-delà de ces questions la simplification des conditions de forme de mise en œuvre de la responsabilité pénale des sociétés cotées en bourse se traduit surtout par la simplification de la représentation de la société.

La représentation de la société a été simplifiée par la loi du 10 juillet 2000. En effet, si avec cette loi le législateur français a entendu ne pas modifier les conditions de fond de la responsabilité pénale des sociétés, il apporte une modification procédurale qui n'est pas négligeable.

**390.** Ainsi, les sénateurs, suivis par l'Assemblée Nationale, ont considéré que l'obligation de désignation d'un mandataire de justice « constituait une exigence très lourde, qui limite de fait l'engagement des poursuites contre les personnes contre les personnes morales et incite à poursuivre prioritairement les personnes physiques ». <sup>556</sup>

En conséquence, l'article 706-43 du Code de procédure pénale est désormais rédigé comme suit : « L'action publique est exercée à l'encontre de la personne morale prise en la personne de son représentant légal à l'époque des poursuites. Ce dernier représente la personne morale à tous les actes de

---

<sup>555</sup> L'article 706-42 du Code de procédure pénale est rédigé en ces termes : « Sans préjudice des règles de compétence applicables lorsqu'une personne physique est également soupçonnée ou poursuivie, sont compétents : 1° le procureur de la République et les juridictions du lieu de l'infraction ; 2° le procureur de la République et les juridictions du lieu où la personne morale a son siège. Ces dispositions ne sont pas exclusives de l'application éventuelle des règles particulières de compétence prévues par les articles 705 et 706-17 relatifs aux infractions économiques et financières et aux actes de terrorisme ».

<sup>556</sup> **Fauchon (P)**, Rapport n°177 au nom de la commission des lois, discussion et adoption 27 janvier 2000, p. 5.

la procédure. Toutefois, lorsque les poursuites pour les mêmes faits ou pour des faits connexes sont engagées à l'encontre du représentant légal, celui-ci peut saisir par requête le président du tribunal de grande instance aux fins de désignation d'un mandataire de justice pour représenter la personne morale.»

**391.** La désignation d'un mandataire de justice est désormais facultative dans l'hypothèse où la poursuite s'exerce en même temps contre le représentant légal de la société et la société elle-même. Cette désignation est à présent subordonnée à l'initiative du représentant légal, qui a la possibilité s'il le juge utile de saisir par requête le président du tribunal de grande instance afin de désigner un mandataire de justice. Le représentant légal peut ne pas le faire nonobstant l'existence de conflits d'intérêts<sup>557</sup>.

L'alinéa premier de l'article 706-43 perd donc à l'évidence sa raison d'être, l'initiative étant laissée au représentant en conflit d'intérêts avec la société.

Cette situation met fin à cette particularité que le mandataire désigné pour représenter la société pourrait être totalement étranger à celle-ci, mettant un doute ainsi sur la qualité de la défense qu'il pouvait apporter à la société, et cette situation devrait rendre plus aisée la mise cause des sociétés<sup>558</sup>.

**392.** La Cour de cassation appliquait la règle même au délégataire chargé de représenter la personne morale en vertu du 2<sup>e</sup> alinéa de l'article 706-43<sup>559</sup>.

Mais tant qu'un conflit d'intérêts n'apparaît pas, ce sont les règles ordinaires de la représentation qui s'appliquent<sup>560</sup>.

Aussi, la Cour de cassation a-t-elle censuré un arrêt qui avait cru devoir annuler un acte de procédure présenté par un avocat sans qu'ait été mentionné l'organe représentant la société mise en examen<sup>561</sup>.

---

<sup>557</sup> **Ruet (C)**, « La responsabilité pénale pour faute d'imprudence après la loi du 10 juillet 2000 tendant à préciser la définition des délits non intentionnels », Droit Pénal, 4 janvier 2001, p. 8.

<sup>558</sup> **Dalmasso (T)**, « Les délits d'imprudence », RJcom novembre 2001 p. 24.

<sup>559</sup> Cass. crim, 9 décembre 1997, Bull crim, n°420.

<sup>560</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Lamy droit pénal des affaires », Op. cit. p. 64.

Ceci dit, en cas de désignation d'un représentant judiciaire de la société mise en examen par application de l'article 706-43 du Code de procédure pénale, il n'appartient pas au représentant légal d'exercer les voies de recours.

Ainsi a été déclaré irrecevable le pourvoi en cassation du PDG : « Attendu, que M. X n'étant plus habilité, depuis la désignation du mandataire de justice, à représenter la personne morale, dans la présente procédure, était sans qualité pour former le pourvoi »<sup>562</sup>.

**393.** Enfin, il est intéressant de savoir que le représentant de la société poursuivie ne peut, en cette qualité, faire l'objet d'aucune mesure de contrainte autre que celle applicable au témoin : donc, pas de garde à vue, ni de mandats d'amener ou d'arrêt, ni de contrôle judiciaire ni de détention provisoire. Simplement, en cas de refus de comparaître, le juge d'instruction ou la juridiction de jugement peuvent le contraindre par la force publique.<sup>563</sup>

Malgré des conditions d'imputation favorables et une jurisprudence qui a tendance à élargir la responsabilité pénale des personnes morales, les condamnations pénales de sociétés pour des délits boursiers sont restées marginales. Ainsi, l'on compte à notre connaissance, une seule condamnation en plus de 15 ans depuis l'élargissement aux personnes morales des délits boursiers.

**394.** Cet état de fait, témoigne de l'inadaptation de la répression pénale au contexte des marchés financiers. En effet, les sanctions pénales des personnes morales ont vocation à rester marginales. Ces sanctions ne doivent leur survie qu'à cette qualité de dissuasion qui les anime.

Ces observations, on l'a vu, sont aussi valables pour ce qui est de la répression pénale dirigée à l'encontre des dirigeants sociaux et autres personnes physiques se rendant coupables de tels délits. Car le droit pénal,

---

<sup>561</sup> **Barbière (J.-F)**, Note sous Cass Crim. 6 novembre 2002, n° 02-85.809, Bull. crim, n° 201, p. 747, Bull. Joly sociétés 2003, p. 345.

<sup>562</sup> Cass.crim, 5 janvier 2000, n° 99-84.613, Bull. crim., n° 41, p. 7.

<sup>563</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Lamy droit pénal des affaires », Op. cit p. 64..

très présent dans les textes souffre de lacunes persistantes lors de sa mise en œuvre.

# CONCLUSION

## DE LA PREMIERE PARTIE

**395.** L'étude de la responsabilité pénale des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants met évidence les différences notables qui existent entre droits tunisien et français. Des disparités afférentes aussi bien au domaine de cette responsabilité qu'à sa mise en œuvre.

Malgré ces disparités, le constat final est le même : la sanction pénale est inadaptée au monde mouvant et en perpétuelle évolution des marchés boursiers.

**396.** En Tunisie, les imprécisions législatives et le manque de volonté des autorités judiciaires à mettre en œuvre des poursuites à l'égard des auteurs des infractions boursières, font que la sanction pénale de ces délits n'est qu'une illusion qui vit dans les textes de loi et qui ne reçoit en pratique aucune application.

Alors qu'en France et malgré un dispositif pénal bien huilé, les condamnations ne sont pas légion. A cause des lourdeurs des juridictions pénales, les décisions sanctionnant des délits boursiers sont restées trop rares. Le nombre relativement limité de décisions<sup>564</sup> de la Cour de cassation française<sup>565</sup>, en atteste. Par ailleurs, ces sanctions pénales sont d'autant plus insuffisantes que

---

<sup>564</sup> L'analyse du Bulletin des arrêts de la chambre criminelle fait transparaître le fait que la Cour de cassation n'a rendu en dix ans que huit décisions concernant des infractions boursières, auxquelles s'ajoutent une dizaine d'arrêts de la chambre commerciale concernant des procédures de sanction de la Commission des opérations de bourse (**Rontchevsky (N)**, « Droit pénal boursier », G.P., 12 mars 2002 n° 71, p. 15.)

<sup>565</sup> **Rontchevsky (N)**, « Droit pénal boursier », Op.cit. p. 15.

les poursuites pénales et les peines d'emprisonnement sont très rares en pratique en France<sup>566</sup>.

**397.** De plus, le juge n'est ni un technicien des affaires boursières ni un expert de la gestion des sociétés cotées en bourse. Il est un élément extérieur à la société sur laquelle son contrôle doit s'exercer. D'ailleurs, le recours de plus en plus fréquent des juges à l'expertise atteste de leur volonté de palier à leur incapacité technique<sup>567</sup>.

Aussi, les sanctions pénales risquent de lier l'action des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants. Aux conséquences potentiellement trop lourdes à supporter, elles pourraient inciter dirigeants et sociétés à une prudence excessive. La vitalité et la croissance du marché boursier s'en trouveraient atteints.

**398.** Cela ne veut pas dire, pour autant, qu'il faille dépénaliser les infractions boursières car la répression pénale a une fonction dissuasive qui doit persister et être renforcée que ce soit en Tunisie ou en France.

**399.** Il reste, qu'une autre voie d'intervention étatique en vue du rétablissement de la transparence et de l'intégrité des marchés financiers est ouverte. Une voie qui monte en puissance et qui semble plus adaptée à la réalité des marchés boursiers : celle des sanctions édictées par les autorités administratives chargées de la régulation des marchés financiers.

---

<sup>566</sup>**Rontchevsky (N)**, « L'harmonisation des sanctions pénales : Vers un renforcement et une rationalisation de la répression des abus de marché », Bull. Joly Bourse, 01 mars 2012 n° 3, p. 139.

<sup>567</sup>**توفيق بن نصر** ، "في تدخل القاضي لتحقيق الأبعاد الاقتصادية للشركات التجارية" ، المجلة القانونية التونسية 1994 ص72.

# **DEUXIEME PARTIE**

## **LA RESPONSABILITE ADMINISTRATIVE : UNE MONTEE EN PUISSANCE**

**400.** Les Romains, en redoutables stratèges de la guerre, jugeaient qu'il fallait donner aux soldats de la légion des armes offensives et défensives plus fortes et plus pesantes que celles de quelque autre peuple que ce fût. Mais comme il y'a des choses à faire dans la guerre dont un corps pesant n'est pas capable, ils voulurent que la légion contînt dans son sein une troupe légère qui pût en sortir pour engager le combat, et, si la nécessité l'exigeait, s'y retirer.<sup>568</sup>

C'est peut être aussi sur le même modèle que le législateur, a organisé la lutte contre les infractions en matière boursière. Il s'est rendu compte que l'appareil lent et massif de la répression pénale était inadapté au monde mouvant et évolutif des marchés financiers. Il y' avait des choses à faire pour sanctionner les infractions à l'intégrité des marchés financiers dont un corps aussi lourd n'était pas capable. Il introduisit alors à côté de la légion qu'est « l'appareil, toujours effrayant, du droit pénal »<sup>569</sup>, une troupe légère, spécialisée dans le domaine. Une autorité de régulation, qu'il appela « Autorité des marchés financiers » en France et « Conseil du marché financier » en Tunisie.

**401.** L'idée de réguler les marchés, n'est pas nouvelle. Le besoin de protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, l'internationalisation, la globalisation et la complexité croissante des marchés financiers ont amené la plupart des pays qu'ils soient industrialisés ou émergents, au cours du XXème siècle, à progressivement renoncer à la surveillance financière par les professionnels ou le gouvernement. Des organes indépendants se sont peu à peu développés sur le modèle de la Securities Exchange Commission des Etats-Unis née en 1933<sup>570</sup>.

Des commissions des valeurs mobilières se sont développées en Belgique (1935), en France (1967), en Italie (1974), en Espagne (1988), au Luxembourg (1990), en Allemagne (1994)<sup>571</sup>, en Tunisie (1994)...

---

<sup>568</sup> **Montesquieu**, « Considérations sur les causes de la grandeur des Romains et de leur décadence », Ed. Flammarion 1998, p. 12.

<sup>569</sup> **Hamel (J)**, « Le droit pénal des sociétés anonymes », Dalloz, 1955, préface.

<sup>570</sup> **De Vaplane (H), Bornet (J-P)**, « Droit des marchés financiers », Ed. Litec 2001, p. 120.

<sup>571</sup> **Vallette (J-P)**, « La régulation des marchés financiers », Rev. Droit Public, 01 janvier 2005 n° 1, p. 183.

**402.** Quant au pouvoir de sanction de l'autorité de régulation, il trouve son origine, en France, dans l'explosion du marché financier français dans les années 1980. Une explosion qui a entraîné un mouvement de déréglementation : l'arrivée de nouveaux produits (besoin d'adapter la réglementation à des produits dérivés) ; arrivée de nouveaux acteurs (besoin de codifier les usages) ; arrivée de nouvelles pratiques (marché continu, contrepartie, ...), qui imposent une adaptation de la réglementation ; et développe l'ouverture internationale : internationalisation des usages qui s'accompagne d'une internationalisation des normes, notamment sous l'influence anglo-saxonne.

**403.** Ce double mouvement a eu pour conséquence un besoin de règles plus précises et de mécanismes de sanction efficaces. Un besoin qui est à l'origine du pouvoir de sanction directe d'une autorité administrative, la COB<sup>572</sup>. Un pouvoir dont a hérité ensuite l'AMF.

En effet, avant 1989, la COB n'avait pas un rôle déterminant dans la répression des infractions boursières. Elle ne pouvait que procéder à des enquêtes et édicter des règlements concernant le fonctionnement des marchés financiers placés sous son contrôle.

**404.** Ce n'est que depuis la loi n° 89-531 du 2 août 1989, relative à la sécurité et à la transparence des marchés financiers, édictée à la suite des scandales Péchiney-Triangle et BNP-Société Générale que l'autorité de régulation des marchés financiers a été investie du pouvoir d'infliger des sanctions administratives à l'encontre des auteurs de manquements à la réglementation boursière.

---

<sup>572</sup> **Fleuriot (P)**, « L'origine et le bilan de l'exercice par la COB de son pouvoir de sanction », L.P.A., 15 juin 1994 n° 71.

Instituées dans un souci d' « efficacité »<sup>573</sup>, afin de remédier à des procédures pénales trop lentes, ces procédures administratives répressives, plus rapides, traduisent un doute face à la capacité d'un des modes d'action traditionnels de l'État à satisfaire les besoins d'encadrement des marchés financiers<sup>574</sup>. Au fil du temps, elles n'ont cessé de se renforcer et de s'affiner :

**405.** Au départ, la COB n'avait pas l'exclusivité de ce pouvoir de sanction des manquements à la réglementation boursière. D'autres autorités professionnelles disposaient d'un pouvoir de sanction disciplinaire. Ainsi, à l'instar du Conseil des bourses de valeurs, le Conseil des marchés financiers (CMF) né de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 avait été chargé d'établir des règles de bonne conduite en matière de prestations de services d'investissement et avait été investi du pouvoir d'infliger de lourdes sanctions disciplinaires (avertissement, blâme, interdiction à titre temporaire ou définitif d'exercer tout ou partie de ses activités, sanctions pécuniaires pouvant atteindre 5 000 000 F ou le décuple des profits éventuellement réalisés) aux prestataires de services d'investissement et aux autres professionnels des marchés financiers en cas de manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois et règlements en vigueur.

En outre, le Conseil de discipline de la gestion financière créé par la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, succédant au Conseil de discipline des OPCVM, disposait aussi d'un pouvoir de sanction disciplinaire et la COB était encore investi d'un tel pouvoir à l'égard des gestionnaires de portefeuilles<sup>575</sup>.

---

<sup>573</sup> L'efficacité d'un marché peut se définir par la capacité de la place financière à satisfaire les acheteurs et les vendeurs en permettant la réalisation rapide des transactions. L'efficacité d'un marché résulte ainsi d'une bonne liquidité et d'une grande transparence dans son fonctionnement mais aussi en terme d'informations sur les produits. Le révélateur de l'efficacité d'un marché efficient et intègre est celui de l'information. (**Grosjean (P)**, Fonds de pension et marchés financiers internationaux, thèse Ed. LGDJ, 2006, p 157).

<sup>574</sup> **Arsouze (C)**, « Réflexions sur les propositions du Rapport Coulon concernant le pouvoir de sanction de l'AMF », Bull. Joly Bourse, 01 juin 2008 n° 3, p. 246

<sup>575</sup> **Rontchevsky (N)**, « Les sanctions administratives : régime et recours », Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2004 n° 1, p. 1.

**406.** Et les différents scandales qui ont émaillé la vie des marchés financiers n'ont fait que renforcer les pouvoirs de régulation des organes publics au détriment de l'autorégulation des professionnels.

A l'image des Etats Unis, où les scandales Enron et Worldcom, ont entraîné l'élaboration de la loi Sarbanes Oxley qui a apporté un durcissement de la législation. Les américains ont ainsi décidé de renforcer les pouvoirs de régulation de tous les organes publics au détriment de l'autorégulation des professionnels. La France, a vu l'émergence d'une nouvelle autorité unique de surveillance des marchés (l'AMF), une entité aux pouvoirs renforcés.

Ainsi, la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière mit fin à la pluralité d'autorités de sanction en attribuant tous les pouvoirs de sanctions administrative et disciplinaire des infractions boursières à la commission des sanctions de l'AMF.

**407.** La création de la Commission des sanctions depuis la fusion du CMF et de la COB confirme ce pouvoir de sanction administrative, tout en garantissant l'indépendance de ses membres qui ne sont plus des membres du collège de l'AMF<sup>576</sup>.

Cet exercice des pouvoirs de sanction par une autorité unique, répond ainsi aux préoccupations de la directive communautaire 2003/6 du 28 janvier 2003<sup>577</sup> dont l'article 14 demande aux Etats membres de mettre en place une autorité administrative dotée d'un pouvoir d'enquête et de sanction pour réprimer efficacement les abus de marché<sup>578</sup>.

---

<sup>576</sup> **Gewinner (D)**, « Le rôle de l'AMF », Bull. Joly Bourse, 01 mai 2007 n° 3, p. 353.

<sup>577</sup> Directive n°2003/6/CE du parlement européen et du conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), JOCE n° L 96, 12 avril 2003, p 16 à 25.

<sup>578</sup> **Simon (F-L)**, « Le juge et les autorités du marché boursier », thèse, Ed. LGDJ 2004, p. 189.

D'un auxiliaire judiciaire « efficace dans la recherche et la constatation des infractions pénales »<sup>579</sup>, l'autorité de régulation française s'est transformée en un véritable juge répressif.

**408.** La Tunisie, qui est un pays qui ambitionne de devenir une place financière régionale, ne pouvait rester en marge du mouvement international consacrant le renforcement de la régulation des marchés financiers.

Dans cette perspective de renforcement de la surveillance du marché, les pouvoirs publics ont, en conséquence, créé le Conseil du marché financier : autorité publique, indépendante, qui dispose de la personnalité civile et de l'autonomie financière. Et ce, en vertu de la loi n°94-117 du 14 Novembre 1994 portant réorganisation du marché financier.

Conscient du rôle décisif que devrait jouer l'autorité de régulation, le législateur l'a dotée, dès sa naissance, de larges prérogatives, l'a chargé d'accomplir un ambitieux programme et lui a réservé une grande responsabilité.

En effet, c'est au Conseil d'assurer l'organisation des marchés et de veiller à leur bon fonctionnement afin de prévenir les manipulations susceptibles d'en entraver le bon fonctionnement.

**409.** A cet égard, le CMF est habilité à prendre dans le domaine de sa compétence, « des règlements dont les mesures d'application sont précisées par des décisions générales, et prend également des décisions individuelles »<sup>580</sup>. Il dispose d'un pouvoir de contrôle de l'information financière.

Il surveille les marchés et a pour mission de détecter tout comportement qui serait de nature à porter préjudice aux intérêts de l'épargnant et de rechercher les délits boursiers. Le Conseil dispose en outre de larges pouvoirs de sanctions.

---

<sup>579</sup> **Puech (M)**, « La Commission des opérations de bourse et la surveillance du marché boursier au regard du droit pénal », in Mélanges Bastian, T. 1, Librairies Techniques, 1974.

<sup>580</sup> Article 28 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

**410.** Le CMF dispose donc des moyens appropriés pour instaurer une vraie transparence des marchés financiers. Il peut édicter des normes, mener des investigations et sanctionner les agissements frauduleux : il est le législateur, le policier et le juge du marché boursier tunisien.

Les moyens « adaptés »<sup>581</sup>, dont dispose le CMF ont d'ailleurs été renforcés par la loi n°2005-96 du 18 octobre 2005.

**411.** Le constat est donc là : les pouvoirs des autorités de régulation n'ont fait que croître du fait des différentes crises et scandales qui ont éclaté ces dernières années. Et la dernière crise financière a mis fin au mythe de l'autorégulation et forcé les Etats à réagir. Ceux-ci se devaient de revenir au-devant de la scène, de réguler ces marchés afin de restaurer la confiance.

D'ailleurs, les pouvoirs de plus en plus larges attribués aux autorités de régulation des marchés font qu'aujourd'hui la plus habituelle des sanctions que peuvent subir les sociétés cotées en bourse et leurs dirigeants est la sanction administrative.

Cette expansion constante des pouvoirs de ces autorités est compréhensible car les sanctions édictées par ces autorités sont adaptées au marché boursier au vu de la facilité accrue avec laquelle peuvent être mises en œuvre ces sanctions à l'encontre des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants (**Chapitre I**). Par ailleurs, cet élargissement des pouvoirs des autorités administratives a pour objectif d'améliorer l'efficacité de leur action. Il sied de ce fait de s'interroger sur l'efficacité de l'action des autorités de régulation des marchés financiers respectivement en France et en Tunisie (**Chapitre II**).

---

<sup>581</sup> **Ben Bechr (H)**, « La protection institutionnelle de l'épargne investie en valeurs mobilières : l'exemple de la Tunisie », Thèse, Université Toulouse I - Sciences sociales, 2005, dactyl.

# CHAPITRE I

## UNE RESPONSABILITE ADAPTEE

*« Il n'y a de droit que lorsqu'il y a une loi pour défendre de faire telle chose, sous peine de punition. Avant la loi, il n'y a de naturel que la force du lion, ou le besoin de l'être qui a faim, qui a froid, le besoin en un mot ...<sup>582</sup> ».*

**412.** Le pouvoir de punir est une faculté essentielle pour toute autorité qui aspire à se faire respecter. Sans cette capacité de châtier, il est vain de penser que l'autorité de régulation puisse mener à bien les missions dont elle est investie.

Conscient de cette réalité le législateur, en Tunisie et en France, a doté les autorités de régulation de larges pouvoirs de sanction.

Sur ce point, les deux systèmes juridiques français et tunisien présentent des similarités évidentes. La Tunisie et la France présentent en matière financière un système répressif dualiste. Ainsi, à la menace pénale vient s'ajouter la sanction administrative.

Mais la responsabilité administrative s'avère plus adaptée au domaine mouvant et évolutif des marchés boursiers. En plus d'être plus rapidement mise en œuvre que la sanction pénale, la sanction administrative est susceptible d'atteindre l'ensemble des citoyens dès lors que ces derniers approchent les marchés financiers.

**413.** Le droit administratif répressif a, ainsi, pris une dimension jusque-là inconnue<sup>583</sup>. De la sorte, la responsabilité administrative s'avère comme l'outil le plus adapté pour atteindre les sociétés cotées en bourse et leurs dirigeants. Une adaptation qui se manifeste à travers la souplesse de la caractérisation des critères des manquements à la réglementation boursière (**Section 1**) et

---

<sup>582</sup> **Stendhal (HB)**, « Le Rouge et le Noir », Ed. Elibron 2006. (1830).

<sup>583</sup> **Thomasset (P)**, « L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales », LGDJ 2003 p. 176.

par l'imputation facilitée de ces manquements aux sociétés cotées en bourse et à leurs dirigeants (**Section 2**).

## SECTION I

### DES CRITERES SOUPLES

**414.** L'étude de la responsabilité pénale des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants avait fait apparaître une différence considérable entre les droits tunisien et français<sup>584</sup>.

Là où en Tunisie, ceux-ci sont peu ou pas concernés par la sanction pénale. En France, ces principaux acteurs des marchés boursiers sont les premiers concernés par la sanction pénale en matière d'infractions boursières. Et le constat n'est guère différent lorsqu'on aborde les sanctions administratives que sont susceptibles de subir dirigeants sociaux et sociétés cotées.

**415.** Car en France, l'effritement des critères des manquements administratifs facilite la mise en œuvre des sanctions administratives à leur égard. L'étude des conditions de caractérisation des manquements boursiers fait apparaître que l'efficacité de l'action de l'autorité administrative est privilégiée. En effet, l'autorité administrative, avait très tôt, profité de ses nouveaux pouvoirs pour doubler les délits déjà prévus par la législation en vigueur de manquements à sa réglementation dont les éléments, on va le constater, sont bien souvent définis de manière plus large<sup>585</sup>. Cette facilitation contribue grandement à l'efficacité de l'action de l'autorité administrative.

**416.** En Tunisie, la situation est plus confuse. Une confusion doublement alimentée par l'absence de toute décision de sanction émanant du Conseil du marché financier et par des règlements boursiers qui manquent de précision. Néanmoins, bien qu'il ne soit pas possible de l'affirmer avec certitude, en l'absence de décisions de sanction émanant du Conseil du marché financier, il

---

<sup>584</sup> V. supra pp. 50 et s.

<sup>585</sup> **Ducouloux-Favard (C), Rontchevsky (N)** ; « Infractions boursières », Op. cit. p. 5.

semble<sup>586</sup> que le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne permette dans certaines de ces dispositions de faciliter la caractérisation des manquements à la réglementation boursière.

Ces affirmations sont valables autant pour l'élément matériel des manquements (**Paragraphe 1**), que pour leur élément moral (**Paragraphe 2**).

### **Paragraphe 1 - L'érosion de l'élément matériel des manquements**

**417.** De l'interprétation donnée à la notion d'information privilégiée dépendra en bonne partie la caractérisation des manquements d'initié et de communication d'une information privilégiée. Et force est de constater qu'en Tunisie comme en France, l'interprétation donnée à cette notion par les autorités administratives s'avère particulièrement large (**A**). Au contraire, une différence notable sépare droits français et tunisien : En France, les actes répréhensibles s'avèrent multiples, alors qu'en Tunisie, une définition maladroite des actes prohibés par le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne est de nature à compliquer la tâche de l'autorité administrative tunisienne (**B**).

#### ***A- Une large interprétation de la notion d'information privilégiée***

**418.** L'information privilégiée est un critère essentiel de la caractérisation des opérations de marché. De l'interprétation donnée à la notion d'information privilégiée dépendra en bonne partie l'imputation de ces manquements.

En effet, une interprétation large de cette notion conduit inéluctablement à une facilitation de l'imputation des principaux manquements à la réglementation boursière. Et force est de constater que l'interprétation donnée à la notion d'information privilégiée est particulièrement large, ce qui participe à la facilitation de l'imputation des manquements d'initié et de communication d'informations privilégiées aux dirigeants sociaux.

---

<sup>586</sup>Malgré quelques complications dues à rédaction maladroite du texte du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne

**419.** Signe de l'importance que revêt cette notion, le règlement général de l'AMF et le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne s'étendent sur la définition de l'information privilégiée<sup>587</sup>.

Ainsi, la lecture de l'article 621-1 du règlement de l'AMF, nous apprend que pour qu'une information puisse être qualifiée de privilégiée, cela nécessite la conjugaison de trois critères. Des critères qui sont repris, non sans quelques différences, par le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne dans son article 51<sup>588</sup>.

En premier lieu, l'information concernée doit être une information précise (1). Ensuite, l'information privilégiée est une information qui n'a pas été rendue publique (2). Tertio, l'information doit concerner directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers<sup>589</sup>, et il doit s'agir d'une information qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence, d'une ampleur différente entre droits tunisien et français, sur le cours du titre (3).

---

<sup>587</sup>L'article 621-1 du règlement général de l'AMF définit l'information privilégiée comme étant « une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés.

Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés.

Une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ».

<sup>588</sup>L'article 51 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne précise ce qu'il entend par une information privilégiée, il s'agit d'« une information non publique, précise, concernant un ou plusieurs émetteurs, une ou plusieurs valeurs mobilières, un ou plusieurs produits financiers qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur ou du produit financier concerné. ».

<sup>589</sup>L'article 51 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne utilise des termes très proches : L'information privilégiée a pour objet un ou plusieurs émetteurs, une ou plusieurs valeurs mobilières, un ou plusieurs produits financiers.

## **1- Une information précise**

**420.** L'information privilégiée est une information précise. Contrairement au règlement général de l'AMF, le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne ne s'étend pas sur la notion d'information précise. Et aucune jurisprudence ne nous permet, non plus, d'en savoir plus sur cette notion. Le recours au droit français s'avère, en conséquence, d'une aide appréciable pour cerner avec minutie la notion d' « information précise ».

**421.** La définition de l'information précise a été donnée par l'article 621-1 du règlement général de l'AMF qui dispose qu' « une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés. »

Cette définition qui reprend celle de la directive 2003/124/CE relative à la définition et à la publication des informations privilégiées est venue préciser la notion d'information « à caractère précis»<sup>590</sup>.

**422.** Ainsi, il n'a jamais été exigé qu'une information privilégiée soit une information certaine<sup>591</sup>. Le règlement général de l'AMF dans son article 621-1 le précise sans ambiguïté aucune, en évoquant un « événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire ».

---

<sup>590</sup> Selon cette directive « Une information est réputée à caractère précis si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés» Dir. PE et Cons. n° 2003/6/CE, art. 1 § 1, 28 janvier 2003 sur les opérations d'initié et abus de marché (abus de marché) : JOUE n° L 96/16, 12 avril 2003. Cette définition reprend d'ailleurs celle que donnait de l'information privilégiée la précédente directive n° 89/592, 13 novembre 1989 sur les opérations d'initié : JOCE n° L 334, 18 novembre 1989.

<sup>591</sup>V. **Rontchevsky (N)**, Note sous Cass. Com., 5 octobre 1999 Bull. Joly Bourse, 2000, p. 38, § 5

Par contre, cette information se doit d'être suffisamment définie, pour qu'elle puisse être potentiellement confirmée par les faits même si aucune certitude ne saurait être exigée.

**423.** Une analyse de la jurisprudence de la commission des sanctions de l'AMF nous permet de mieux cerner la conception que se fait l'autorité de régulation des marchés financiers de la notion de « précision de l'information ».

A titre d'exemple, la commission des sanctions de l'AMF a considéré que « le non-respect par un émetteur d'une prévision de résultats qu'il avait annoncé au public constitue une information précise ».

**424.** De même, une information précise n'est pas nécessairement chiffrée. La commission des sanctions estime, en effet, qu'« il importe peu que les chiffres relatifs aux résultats n'aient pas encore été arrêtés », motivation que l'on rencontre au soutien d'autres décisions qui ont pris soin d'affirmer qu'une information précise n'est pas nécessairement chiffrée. Le montant exact du résultat définitif par rapport aux prévisions antérieures n'est pas considéré comme étant un élément essentiel. L'élément décisif est la connaissance par la société, ses dirigeants et ses principaux cadres, du fait qu'il est hautement probable, quasi certain, que ces prévisions ne seront pas respectées<sup>592</sup>.

**425.** Aussi, si l'information porte sur un projet d'offre publique, la notion de précision de l'information implique l'existence d'un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir.

L'existence d'aléas inhérents à toute opération de cette nature quant à la réalisation effective de ce projet n'a, par contre, que peu d'importance. Il n'est d'ailleurs pas nécessaire qu'un prix ait été arrêté.

Ainsi, dans une espèce qui s'inscrit dans sa lignée jurisprudentielle classique, selon laquelle la précision de l'information ne doit pas être confondue avec la certitude de cette information. La Cour d'appel de Paris a estimé que « la notion de précision implique un projet d'offre publique suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir, peu important

---

<sup>592</sup> **Moulin (J-M)**, Note sous Sanct. AMF, 1<sup>er</sup> mars 2007, Bull. Joly Bourse, 01 février 2008 n° 1, P. 27

l'existence d'aléas inhérents à toute opération de cette nature quant à la réalisation effective de ce projet et sans qu'il soit nécessairement arrêté un prix ».

Par la suite, et de l'examen des coupures de presse et déclarations communiquées, la Cour a déduit que le public n'avait pas été informé précisément de l'OPA, et notamment de l'identité de l'acquéreur. Les magistrats de la chambre financière de la Cour d'appel de Paris, en tirent les conséquences adéquates en estimant que l'information litigieuse relative à l'offre répond aux critères de précision et de non publicité et doit être qualifiée d'information privilégiée<sup>593</sup>.

**426.** De plus, la Commission des sanctions de l'AMF estime de manière constante que la préparation d'un rapprochement industriel peut être constitutive d'une information privilégiée dès lors que cette information est précise<sup>594</sup> car « portant sur un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir une chance raisonnable d'aboutir »<sup>595</sup>.

**427.** De même, l'information communiquée lors d'un conseil d'administration d'une société sur les comptes prévisionnels de celle-ci, établis par les propres services de contrôle de gestion de la société sur la base de données comptables de l'ensemble du groupe auquel elle appartenait, est une information précise<sup>596</sup>.

---

<sup>593</sup> **Salomon (R)**, Note sous C.A. Paris, 1<sup>er</sup> avril 2003, n° 2002/18762, Mrs M. Brunelli et M. Anti c/ COB Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2003 n° 04, p. 446.

<sup>594</sup> V. à ce sujet : **Jeantin (M)**, Note sous C.A. Paris, 26 mai 1993, Bull. Joly Bourse, 1993, p. 579, § 110 ; **Bonneau (Th)**, Note sous C.A. Paris, 1<sup>re</sup> ch., sect. H, 1<sup>er</sup> avril 2003, Dr. Soc., juillet 2003, p. 30 et **Daigre (J-J)**, Bull. Joly Sociétés, 2003, p. 1054, § 223 ; **Bonneau (Th)**, Note sous Sanct. AMF, 29 mars 2007, Dr. Soc, n° 11, novembre 2007, pp. 31-32, § 203 ; **Bouthinon-Dumas (H)**, Note sous Sanct. AMF, 7 février 2008, Bull. Joly Bourse, 2008, pp. 224 et s., § 25.

<sup>595</sup> **Roch (G)**, Note sous Sanct. AMF 1<sup>re</sup> sect., 22 mai 2008, Clermont-Tonnerre et autres, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2008 n° 6, p. 454.

<sup>596</sup> Cass.Com 5 octobre 1999, « Manquement d'initié : L'information privilégiée est une information précise et pas nécessairement certaine », D. 1999 p. 55.

**428.** D'autre part, lorsqu'il a été question de la connaissance non partagée par le public d'une information concernant le développement par la société cotée d'une technologie dont la mise en œuvre est susceptible d'avoir un impact sensible sur l'activité de la société. Le tribunal correctionnel de Paris a rejeté la défense des prévenus qui arguaient, que s'ils connaissaient l'existence du procédé « Actis », ils ignoraient que la société allait en annoncer la mise au point si rapidement lorsqu'ils avaient acheté leurs titres.

La Cour a retenu que l'information privilégiée portait sur deux faits distincts non encore connus du public, à savoir la mise au point du procédé Actis et la certitude que le potentiel de ce procédé allait être révélé au public. Le caractère inéluctable de l'annonce impliquait que les dirigeants ayant connaissance du procédé étaient détenteurs d'une information privilégiée, qui leur imposait de s'abstenir de toute exploitation de cette information par l'achat des titres de la société<sup>597</sup>.

**429.** En outre, « la connaissance du caractère erroné d'un communiqué est susceptible de constituer une information objectivement précise »<sup>598</sup>.

Ainsi, la commission des sanctions a considéré qu'« une information relative au caractère inexact, imprécis et trompeur d'un communiqué prenant en compte à tort des réserves ne revenant pas in fine à la société MAUREL & PROM et, à partir de cette première erreur, faisant état d'un prix d'achat par baril anormalement bas constitue une information précise au sens de l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF ».

**430.** Par contre, il arrive à la commission des sanctions de mettre hors de cause les dirigeants et les sociétés cotées inculpées lorsqu'elle retient qu'une information ne revêt pas un caractère suffisamment précis pour donner lieu à

---

<sup>597</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous Trib. Correctionnel Paris, 12 septembre 2006, n° 0018992026, Sidel Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2007 n° 1, p. 37

<sup>598</sup> Sanction AMF du 4 décembre 2008, à l'égard de MM. Frédéric BOULET et Jean-François HENIN et de la société MAUREL & PROM, [http://www.amf-france.org/documents/general/8688\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8688_1.pdf).

une information privilégiée. Ainsi, la commission a jugé dans l'affaire EADS<sup>599</sup>, à propos du plan d'affaire élaboré par EADS que les anticipations à respectivement un, deux ou trois ans ne peuvent pas avoir le même degré de fiabilité. Les indications contenues dans un tel plan, autres que celles relatives à la première année couverte par celui-ci, ne revêtent pas la précision exigée d'une information privilégiée en raison du caractère évolutif et changeant du plan. En effet, la commission estime que le caractère « glissant du plan, reconstruit chaque année, les données propres aux exercices autres que le premier couvert par le plan ont vocation à être revues, mises à jour et modifiées en fonction, d'une part, des décisions qui seraient prises par les équipes dirigeantes et, d'autre part, de l'évolution des diverses hypothèses qui sous-tendent le plan et tenant notamment au taux de change dollar/euro et aux coûts de recherche et développement ainsi que, s'agissant d'Airbus, au prix et au nombre de livraisons d'avions ».

**431.** Au final, même si le Conseil du marché financier peut s'inspirer du texte français et de la jurisprudence de la Commission des sanctions de l'AMF, une meilleure compréhension du caractère « précis » de l'information exigerait une modification du texte de l'article 51 du règlement général du CMF relatif à l'appel public à l'épargne afin qu'il donne de plus amples précisions sur cette notion et éviter, ainsi, toute difficulté d'interprétation qui pourrait surgir lorsque le CMF aura l'opportunité d'appliquer ce texte.

Ceci étant dit, même si elle s'avère précise, une information ne constitue une information privilégiée que si elle revêt un caractère non public.

## ***2 – Une vision large de l'information non publique***

**432.** Pour être considérée comme étant privilégiée, une information détenue par le dirigeant doit non seulement être précise mais elle doit aussi être non publique. Encore une fois, l'absence de précision du texte de l'article 51 du

---

<sup>599</sup>Sanction AMF datée du 27 novembre 2009 disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/9260\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9260_1.pdf)

règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne corrélée à l'absence de toute jurisprudence relative à ce sujet est de nature à laisser des doutes quant à l'interprétation qu'il faille donner à cette notion.

Le recours au droit français, devrait nous permettre, d'avoir de plus amples précisions sur cette notion.

**433.** Cependant, la référence au règlement général de l'AMF n'apporte pas de plus amples précisions sur cette notion. Il faut se reporter à la jurisprudence de la commission des sanctions de l'AMF, pour avoir des indications sur la notion d'information « non publique ».

**434.** Dans un premier temps, la commission des sanctions a pu préciser dans de multiples décisions que ce caractère suppose qu'on ne puisse accéder à l'information litigieuse par aucun des moyens mis à la disposition du marché, tels la presse spécialisée, les documents de référence, les comptes publiés ou encore les analyses financières<sup>600</sup>.

Ainsi, dans une affaire hautement médiatisée (Vivendi Universal), la commission des sanctions a estimé que l'information concernant l'absence, anticipée ou effective, de trésorerie générée par Vivendi Universal ne revêtait plus un caractère non public puisqu'elle a été portée à la connaissance du marché. Les dirigeants inculpés ayant versé au dossier « sept études d'analystes provenant de JP MORGAN, ABN AMRO , EXANE, GOLDMAN SACHS, CAIC, CSFB et ING, datées d'avril, juin et août 2001 et faisant état, pour l'exercice 2001, de prévisions d'un « free cash flow net » négatif dont le montant était estimé, selon leurs auteurs, entre 255 et 1.246 millions d'euros ». De ce fait, la Commission des sanctions a considéré que le manquement d'initié n'était pas caractérisé.

---

<sup>600</sup>Voir par exemple la décision de sanction à l'égard de M. Jean-Marie MESSIER, de M. Guillaume HANNEZO et de la société VIVENDI UNIVERSAL AMF, 3 novembre 2004 disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/5649\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/5649_1.pdf)

**435.** De même, la commission des sanctions a estimé dans la même espèce que le risque d'un abaissement de l'évaluation de la société par ces agences n'était pas inconnu du public, « dès lors qu'avaient été publiés, d'une part, les 17 et 20 décembre 2001, des communiqués en langue anglaise de STANDARD & POORS selon lesquels les notes ne seraient pas dégradées à la condition que V.U. réduise sa dette de façon substantielle et rapidement, d'autre part, le 17 décembre 2001, une dépêche de l'Agence REUTERS, tout à fait accessible au public, indiquant que « STANDARD & POORS a annoncé lundi placer sous surveillance avec implication négative la note à long terme ... et la note à court terme....de V.U. » ; qu'il ne s'agit donc pas d'une « information privilégiée » au sens de l'ordonnance susvisée. »

**436.** En revanche, aujourd'hui, la position de l'autorité de régulation semble avoir évolué vers le sens d'une sévérité accrue, sur la question de l'information émise par les analystes financiers. En effet, dans la décision de sanction de 2004 précitée, elle avait semblé indiquer que les analyses financières participaient pleinement de l'information publique du marché et, à ce titre, pouvaient conférer à une information un caractère public en la mettant à la disposition du marché. Telle ne semble plus être sa position. Ainsi, dans une décision<sup>601</sup> datée du 1<sup>er</sup> mars 2007, la commission des sanctions a affirmé que la circonstance que des analystes, tiers étrangers à la société, aient pu manifester des doutes quant à la réalisation des prévisions ne pouvait être regardée comme conférant un caractère public à l'information, ces analyses n'étant que « des appréciations subjectives ».

**437.** Cette tendance a été ensuite confortée par la Cour d'appel de Paris et par la Cour de cassation.

---

<sup>601</sup>**Moulin (J-M)**, Note sous Sanction AMF, 1<sup>er</sup> mars 2007, Bull. Joly Bourse, 01 février 2008 n° 1, p. 27.

En effet, la Cour d'appel de Paris relève<sup>602</sup>, qu'au vu d'une jurisprudence constante<sup>603</sup>, le seul fait que l'information soit connue par des analystes financiers ne confère à l'information le caractère public.

Dans cette espèce fort révélatrice, l'AMF fixe au jour de la diffusion du communiqué émis par la société GFI et annonçant que les résultats ne seraient pas atteints, la date à laquelle l'information a perdu son caractère confidentiel. Entre-temps, la direction et le management de la société avaient su que les prévisions annoncées ne seraient finalement pas atteintes.

De même, la circonstance que nombre de personnes au sein de la société savaient de longue date que les objectifs ne seraient pas atteints ne confère pour autant pas à l'information un caractère public. Cette circonstance est inefficace à publiciser l'information<sup>604</sup>.

**438.** Une autre affaire<sup>605</sup> semble confirmer que pour perdre son caractère non public l'information doit avoir été communiquée officiellement par la société. Dans cette espèce l'AMF, admet comme date à laquelle l'information perd son caractère non public, le jour où un communiqué de presse concernant la baisse conséquente du chiffre d'affaires a été communiqué par la société cotée en bourse. Les articles de presse qui portent, sur les difficultés structurelles qui affectaient le secteur économique<sup>606</sup> auquel appartient la société, les résultats et les avertissements publiés par les concurrents directs de la société, confirmant les difficultés du secteur, ainsi que les déclarations, faites plusieurs mois auparavant, par les dirigeants d'INFOGRAMES à propos

---

<sup>602</sup> C.A. Paris 2 février 2010, pôle 5, Chambre 5-7, confirmé par un arrêt de la Cour de cassation daté du 27 avril 2011.

<sup>603</sup> **Rontchevsky (N)**, Note sous Cass. Com., 26 mai 2009 (2 arrêts) : RTDF, 2009/3, p. 133 ; Aussi **Scmidt (D)**, Note sous C.A. Paris P. 5 ch. 5-7, 23 février 2010, n° 2009/08268, Sté Vinci c/ AMF, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2010 n° 3, p. 214, les anticipations des analystes financiers n'avaient pas conféré à l'information sur le chiffre d'affaires publiée en février un caractère public.

<sup>604</sup> **Moulin (J-M)**, Note sous Sanction AMF, 1<sup>er</sup> mars 2007, Op.cit. p. 27.

<sup>605</sup> Sanction AMF du 12 novembre 2009 disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/9295\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9295_1.pdf)

<sup>606</sup> En l'espèce, l'industrie des jeux vidéo.

des prévisions de baisse de résultats, ne font pas perdre à l'information son caractère non public.

**439.** D'autre part, l'absence de publication ultérieure de l'information ou la connaissance de la proximité de l'information n'a pas d'effet sur la reconnaissance de la qualité d'information privilégiée<sup>607</sup>.

**440.** L'évolution de la jurisprudence de la commission des sanctions sur la question semble participer à une plus grande répression des dirigeants sociaux à travers une interprétation de plus en plus large de la notion d'information non publique.

**441.** La jurisprudence de la Commission des sanctions, qui semble judicieuse, devrait à notre sens être reprise par le CMF en Tunisie, lorsqu'il devra interpréter la notion d' « information non publique ».

Néanmoins, le texte de l'article 51 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne gagnerait en clarté s'il était modifié pour préciser qu'une information ne devient publique que si elle est communiquée officiellement par la société. Une telle modification faciliterait l'imputation des opérations d'initié aux sociétés cotées en bourse et à leurs dirigeants.

Reste que pour être considérée comme étant une information privilégiée, l'information doit être « sensible ».

### ***3- Une incidence sur le cours***

**442.** L'information privilégiée est une information qui si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur ou du produit financier concerné.

Sur ce point, une différence entre le droit français et tunisien est à signaler. En effet, pour le règlement général de l'AMF une information privilégiée est une

---

<sup>607</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous Trib. Correctionnel Paris, 12 septembre 2006, Op.cit. p. 37.

information qui serait susceptible d'avoir une « influence sensible » sur les cours<sup>608</sup>. Le règlement du CMF est conforme, quant à lui, à l'ancien règlement de la COB qui faisait référence à une simple « incidence sur le cours »<sup>609</sup>.

**443.** En effet, le règlement de l'AMF<sup>610</sup> considère qu'est privilégiée l'information qui serait susceptible d'avoir une « influence sensible » sur les cours<sup>611</sup>. Le règlement de l'AMF marque ainsi une évolution par rapport à l'ancien règlement de la COB qui faisait référence à une simple « incidence sur le cours ».

Si l'ajout du terme « sensible » donne l'impression de restreindre le champ d'application de l'information privilégiée. Il vient surtout, introduire une incertitude qui ne manquera pas de susciter des difficultés en pratique. En effet, alors que l'« incidence sur le cours » peut être constatée, cerner la notion d'« influence sensible » apparaît être plutôt malaisé. D'autant plus que le seuil de sensibilité se conçoit de façon différente selon le type d'instrument financier en cause, et surtout selon le marché sur lequel on se situe.

**444.** La notion d'information privilégiée doit donc être comprise de façon plus large en droit tunisien. Surtout la rédaction du texte tunisien devrait épargner au CMF les difficultés que cet ajout du terme « sensible » a posé à l'Autorité française dans la caractérisation des manquements d'initié<sup>612</sup>.

Car sur ce point, la définition de l'information privilégiée telle qu'elle résulte des dispositions des articles 621-1, 621-2<sup>613</sup> et 621-3<sup>614</sup> du règlement général

---

<sup>608</sup> Art. 621-1, al. 3 du Règlement général de l'AMF.

<sup>609</sup> Article 51 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne.

<sup>610</sup> Tout comme l'article 1.1 de la directive communautaire « Abus de marché »,

<sup>611</sup> Art. 621-1, al. 3

<sup>612</sup> D'ailleurs, la traduction très incertaine de la directive « Abus de marché », n'arrange pas les choses et vient ajouter à la confusion en droit français. En effet, si en français, il est question d'une influence « sensible », la version anglaise parle d'influence significative (*significant*), et d'influence substantielle (*erheblich*) en allemand, **Dethomas (A)**, « L'évolution du manquement d'initié », D. 2005 p. 706

<sup>613</sup> L'article 621-2 définit l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base comme « une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs de ces instruments dérivés et que les utilisateurs des marchés sur lesquels ces instruments dérivés sont négociés s'attendraient à recevoir conformément aux pratiques de marché admises sur ces marchés, lorsque cette information :

1° Est périodiquement mise à la disposition de leurs utilisateurs ou ;

de l'AMF est plus douce pour les prévenus que ne l'était la précédente définition qui en était donnée par l'article 1 du règlement COB n° 90-08.

D'ailleurs, la commission des sanctions l'a admis en appliquant les articles 621-1, 621-2 et 621-3 à des faits antérieurs à leur entrée en vigueur, considérant que leurs dispositions étaient plus douces pour les prévenus<sup>615</sup>.

En effet, le nouveau règlement de l'AMF introduit une nécessité nouvelle. Celle d'une « incidence sensible » de l'information sur le cours du titre de l'émetteur. Alors que l'article 1 du règlement COB n° 98-08 se contentait jusqu'alors d'une simple « incidence » sans autre précision.

**445.** L'information susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours d'un instrument financier est définie par le troisième alinéa de l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF, comme une « *information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement* ».

**446.** Néanmoins et afin de surmonter toute incertitude, concernant l'interprétation à donner à la notion d' « incidence sensible d'une information sur les cours d'une action », il est certainement utile de se référer à la jurisprudence de la commission des sanctions.

Il faut dire sur ce point que l'interprétation retenue par l'autorité de régulation est plutôt large. En effet, la lecture de la jurisprudence de la commission des sanctions nous apprend qu'une information peut être par nature susceptible d'avoir une incidence sensible sur le cours de l'émetteur.

---

<sup>2°</sup> Est rendue publique en application de la loi, des règlements ou des règles de marché, de contrats ou d'usages propres au marché du produit de base sous-jacent ou au marché d'instruments dérivés sur produits de base concernés.

<sup>614</sup> Selon l'article 621-3 « Pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers, constitue également une information privilégiée toute information transmise par un client qui a traité aux ordres en attente de ce client, est d'une nature précise, se rapporte directement ou indirectement, à un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou à un ou plusieurs instruments financiers et serait susceptible, si elle était rendue publique, d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés. »

<sup>615</sup> **Moulin (J-M)**, Note sous Sanction AMF, 1<sup>er</sup> mars 2007, Op.cit. p.27.

Ainsi, dans une décision particulièrement intéressante, la commission des sanctions a procédé à une analyse matérielle des faits en vertu de laquelle elle relève que la publication du communiqué par lequel la société concernée a fait enfin savoir au marché qu'elle n'atteindrait pas les résultats initialement prévus avait immédiatement entraîné la chute de plus de 10 % du cours de l'action de cette société.

Cette variation de plus de 10 % du cours de l'action de l'émetteur concerné par l'information litigieuse est suffisante à l'AMF pour conclure au caractère sensible de l'information qui avait été jusqu'alors retenue et non révélée au marché qui, par la correction qu'il inflige au cours le lendemain de l'annonce de la non-satisfaction des prévisions, ne s'y attendait pas<sup>616</sup>.

**447.** Pour certains auteurs<sup>617</sup>, l'affirmation générale de la Commission des sanctions selon laquelle « l'annonce par un émetteur de ce que ses prévisions de résultats ne sont pas atteintes est, par nature, susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des titres émis », est contestable. Pour eux, il suffit que lesdits résultats aient été anticipés par le marché suite à des analyses sérieuses pour que celui-ci ait déjà pu les intégrer dans le cours du titre, l'annonce ne venant que confirmer les anticipations.

C'est pour cela que, retenir une relation permanente entre cette annonce et l'influence sensible sur le cours du titre de l'émetteur serait excessif.

**448.** Mais, il faut dire que ces critiques se doivent d'être tempérées. Car la commission des sanctions, prend toujours la précaution d'utiliser l'expression est « susceptible », comme pour affirmer que la relation n'est pas automatique. Celle-ci prend, en effet, la peine de caractériser au cas par cas l'effet de l'information sur le cours de l'action.

---

<sup>616</sup> Ibid.

<sup>617</sup> **Bompoint (D)**, Note sous sanction AMF 1<sup>er</sup> mars 2007, RD bancaire et financier, 2007, n° 198 ; **Moulin (J-M)**, Op.cit. p. 27.

L'AMF, s'attelle à démontrer que l'information est une « information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ».

**449.** L'autorité de régulation apprécie la sensibilité de l'information au regard du cours de l'émetteur, par un examen précis et rigoureux de l'impact de l'information sur le cours de l'émetteur. S'il n'y a pas d'impact significatif (notion à apprécier in concreto) c'est que le marché avait déjà anticipé l'information et l'a déjà incorporé au prix de l'actif, conformément à la théorie de l'efficience des marchés. Au contraire, si l'information impacte sensiblement sur ce même cours, c'est que le marché du titre considéré n'était pas efficient faute de disposer toute l'information disponible le concernant ; dès lors, ceux qui en étaient titulaires jusqu'à l'annonce faite au marché, ont dû s'abstenir de l'utiliser. Le débat ne doit donc pas se situer sur la nature de l'information litigieuse mais sur son effet réel sur le cours du titre de l'émetteur concerné<sup>618</sup>.

**450.** Par contre, l'information concernant le chiffre d'affaires est considérée, par la commission des sanctions, comme étant moins pertinente pour fonder une décision d'investissement que le résultat. C'est pour cela que l'autorité de régulation la manie avec précaution. En effet, celle-ci tient compte d'autres éléments en relation avec le chiffre d'affaires et des particularités de chaque secteur. Mais la donnée concernant le chiffre d'affaire est objective et précise, elle ne saurait, donc, être par principe écartée comme non significative.

**451.** Ainsi, selon les circonstances de chaque espèce l'AMF considère les données relatives au chiffre d'affaire comme pouvant avoir une incidence sur le cours de l'action.

---

<sup>618</sup> **Moulin (J-M)**, Op.cit. p 27.

Dans une espèce intéressante<sup>619</sup>, l'AMF prend en considération plusieurs éléments, comme le fait que la société rapprochait elle-même le chiffre d'affaires et les prévisions de résultats dans plusieurs de ces communiqués.

Et en constatant, que le lendemain de la publication d'un communiqué, un quadruplement des volumes des échanges portant sur le titre VINCI, une hausse de 3,16 % de ce titre (soit la deuxième plus forte hausse du cours de VINCI entre le 1er septembre 2004 et le 1er mars 2005), et une hausse des cours de sociétés du même secteur ont été constatés. La Commission en conclut que l'information concernant le chiffre d'affaires revêt le caractère d'information privilégiée.

**452.** Dans une autre affaire, plus récente, il a été jugé que la très importante baisse du chiffre d'affaires de la société l'information était, « par nature, susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre INFOGRAMES ; qu'en effet, tout investisseur raisonnable informé d'une dégradation importante du chiffre d'affaires de la société INFOGRAMES, correspondant de surcroît à la période déterminante des fêtes de fin d'année, aurait pu utiliser cette information comme fondement de sa décision de ne pas investir dans cette société ou de s'en désinvestir »<sup>620</sup>

**453.** De même, lorsque l'information porte sur l'existence de difficultés ayant un impact significatif sur la trésorerie de la société, qui sont ainsi susceptibles de justifier l'ouverture d'une procédure collective. Il ne peut pas prêter sérieusement à discussion, qu'il s'agit là d'une information de nature à avoir une « influence sensible » sur le cours du titre.<sup>621</sup>

**454.** En outre, la commission des sanctions de l'AMF a considéré que « la connaissance du caractère erroné du communiqué du 10 juin 2005 était une information qu'un investisseur raisonnable aurait été susceptible d'utiliser

---

<sup>619</sup> Sanction AMF du 22 janvier 2009, [http://www.amf-france.org/documents/general/8717\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8717_1.pdf)

<sup>620</sup> Sanction AMF du 12 novembre 2009 disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/9295\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9295_1.pdf)

<sup>621</sup> **Rontchevsky (N)**, Note sous Sanction AMF, 4 octobre 2007, Le Coadou et autres, Bull. Joly Sociétés, 01 avril 2008 n° 4, p. 294.

comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ; qu'ainsi cette information constituait une information susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre, au sens de l'article 622-1 du Règlement général de l'AMF »<sup>622</sup>.

**455.** De plus, il a été considéré par l'AMF que l'information sur la cession d'une part significative du capital d'une société à un prix nettement supérieur à la cotation boursière est, « par nature, susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre ; que tel est le cas en l'espèce, la cession par les actionnaires de leur participation à hauteur de 72 % dans le capital de GROUPE DIWAN à un grand opérateur de téléphonie pouvant constituer, pour tout investisseur raisonnable, l'un des fondements de sa décision d'investir<sup>623</sup>. Au final, l'ajout du terme « sensible » a compliqué l'action de l'AMF et est de nature à amoindrir l'efficacité de l'action de l'autorité administrative française dans la répression des manquements d'initié.

Le texte français gagnerait, en conséquence, à s'aligner sur le texte tunisien en supprimant l'exigence d'une influence « sensible » sur le cours du titre.

**456.** Au final, il semble qu'au vu de la rédaction du texte tunisien définissant l'information privilégiée, cette notion peut recevoir une large interprétation. Peut-être même plus large que celle qui prévaut en droit français. Néanmoins, en l'absence d'une jurisprudence qui confirme cette analyse, il ne s'avère pas possible de l'affirmer. Nous pensons, de ce fait, que le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne aurait dû être encore plus explicite sur la notion d'information privilégiée, afin éviter toute incertitude relative à l'interprétation de cette notion et ne pas compliquer ainsi, la caractérisation des manquements nuisibles, que sont les manquements d'initié et de communication d'une information privilégiée.

---

<sup>622</sup> Sanction AMF du 4 décembre 2008, à l'égard de MM. Frédéric BOULET et Jean-François HENIN et de la société MAUREL & PROM, [http://www.amf-france.org/documents/general/8688\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8688_1.pdf)

<sup>623</sup> Sanction AMF 11 décembre 2008 disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/8790\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8790_1.pdf)

Une incertitude qui ne manquera toutefois pas de s'installer à cause d'autres lacunes entachant le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne. Des lacunes qui sont susceptibles de compliquer la caractérisation des manquements boursiers.

## **B- Les actes répréhensibles**

**457.** Le CMF<sup>624</sup>a pu élaborer, en Tunisie, des dispositions réglementaires qui l'habilitent à prononcer des peines d'amendes pour sanctionner certains comportements.

Il en est de même en France où les larges prérogatives dont est dotée l'Autorité des marchés financiers lui ont permis d'édicter bon nombre de règlements. Des règlements qui permettent à l'AMF de sanctionner un grand nombre de comportements.

Plus généralement toute infraction aux règlements de l'AMF peut constituer un manquement sanctionnable par elle.

**458.** Néanmoins, les manquements les plus souvent punis par l'autorité administrative française consistent en la méconnaissance des dispositions du livre IV du règlement général de l'AMF relatif aux abus de marchés que sont les opérations d'initié et les manipulations de marché.

Mais, en Tunisie, la mise en œuvre de ces sanctions est compliquée par une rédaction contestable du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne. Une rédaction qui est de nature à entraver la caractérisation des manquements d'initié (1) et compliquer sérieusement la sanction des manipulations du marché (2).

---

<sup>624</sup> Vu la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier et notamment son article 29.

## **1- La sanction des opérations d'initié**

**459.** Le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne considère, en Tunisie, le dirigeant d'une société cotée en bourse, comme un initié à l'égard de cette société. Il doit produire une déclaration du nombre de titres qu'il détient dans la société qu'il dirige au moment de son entrée en fonctions, puis lors de toute modification ultérieure<sup>625</sup>. Dans sa déclaration, il prend en compte tous les titres qu'il détient, directement ou indirectement<sup>626</sup>.

Lorsqu'il détient une information privilégiée, le dirigeant d'une société cotée, doit s'abstenir de l'exploiter sur le marché, pour compte propre ou pour compte d'autrui, soit directement, soit par personne interposée, en achetant ou en vendant des titres ou des droits liés à ce titre, tant que cette information n'a pas encore été rendue publique<sup>627</sup>.

S'il méconnaît ces obligations d'abstention le dirigeant s'expose, sans préjudice des autres dispositions légales et réglementaires, aux sanctions prévues à l'article 40 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994<sup>628</sup>.

**460.** La formulation des textes d'incrimination des manquements d'initié diffère en France. En effet, l'article 622-1 du règlement général de l'AMF interdit aux

---

<sup>625</sup>Article 52 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne.

<sup>626</sup>Il faut entendre par indirectement, les titres détenus par sa femme, ses enfants mineurs ou par une société dont il est membre d'un organe de direction.

<sup>627</sup>Le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne détaille, les manquements d'initié et de communication d'une information privilégiée.

Ainsi, l'article 47 de ce règlement prévoit que « les personnes, disposant d'une information privilégiée en raison de leur qualité de membres des organes de direction ou d'administration ou de délibération ou de contrôle, d'un émetteur faisant appel public à l'épargne ou en raison des fonctions qu'elles exercent au sein d'un tel émetteur, doivent s'abstenir d'exploiter sur le marché, pour compte propre ou pour compte d'autrui, une telle information soit directement, soit par personne interposée, en achetant ou en vendant des titres de cet émetteur ou des droits liés à ce titre, tant que cette information n'a pas encore été rendue publique.

Les personnes mentionnées à l'alinéa précédent doivent s'abstenir de communiquer l'information privilégiée à des fins autres ou pour une activité autre que celles en raison desquelles elle est détenue. »

Les mêmes interdictions d'exploiter ou de communiquer l'information privilégiée, sont imposées par l'article 48 de ce règlement aux « personnes disposant d'une information privilégiée en raison de la préparation et de l'exécution d'une opération financière et les personnes auxquelles a été communiquée une information privilégiée à l'occasion de l'exercice de leurs professions ou de leurs fonctions ».

<sup>628</sup>Article 90 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne.

dirigeants sociaux<sup>629</sup>d'utiliser l'information privilégiée qu'ils détiennent en acquérant ou en cédant « ou en tentant d'acquérir ou de céder », pour leur propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés<sup>630</sup>.

**461.** Deux différences fondamentales entre règlements tunisien et français apparaissent alors :

En premier lieu, contrairement au règlement tunisien, le règlement français sanctionne la simple tentative de manquement d'initié, c'est-à-dire la tentative d'acquérir ou de céder les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés. Assurément, l'action du CMF gagnerait en efficacité s'il lui était permis de sanctionner la tentative de manquement d'initié à l'instar de son homologue français<sup>631</sup>.

Deuxièmement, là où le règlement français sanctionne la simple utilisation de l'information privilégiée. Le règlement tunisien sanctionne « l'exploitation » d'une information privilégiée. L'utilisation du terme exploitation est de nature à

---

<sup>629</sup> Mais aussi à toute autre personne mentionnée à l'article 622-2 du règlement général de l'AMF, c'est-à-dire toute personne qui détient une information privilégiée en raison de :

1° Sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ;

2° Sa participation dans le capital de l'émetteur ;

3° Son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ainsi que de sa participation à la préparation et à l'exécution d'une opération financière ;

4° Ses activités susceptibles d'être qualifiées de crimes ou de délits.

Ces obligations d'abstention s'appliquent également à toute autre personne détenant une information privilégiée et qui sait ou qui aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée.

Lorsque la personne mentionnée au présent article est une personne morale, ces obligations d'abstention s'appliquent également aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour le compte de la personne morale en question.

<sup>630</sup>Néanmoins, les obligations d'abstention ne s'appliquent pas aux opérations « effectuées pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers devenue exigible, lorsque cette obligation résulte d'une convention conclue avant que la personne concernée détienne une information privilégiée ».

<sup>631</sup> V. infra pp. 361 et 362.

compliquer la caractérisation du manquement d'initié car l'exploitation suppose la volonté d'obtenir un gain de l'opération effectuée<sup>632</sup>.

D'autre part, le dirigeant détenant une information privilégiée commet une infraction s'il brise l'obligation qui est à sa charge de s'abstenir de communiquer l'information privilégiée à des fins autres ou pour une activité autre que celles en raison desquelles elle est détenue<sup>633</sup>.

Il en est de même en France où le dirigeant doit s'abstenir de communiquer cette information à une autre personne en dehors du cadre normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions ou à des fins autres que celles à raison desquelles elle lui a été communiquée<sup>634</sup>.

De plus, l'article 622-1, 2°, du Règlement général de l'AMF interdit explicitement, le simple fait de recommander à une autre personne d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base d'une information privilégiée, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés. Sur ce point, l'article 622-1, 2°, du Règlement général de l'AMF se distingue de l'article L. 465-1 du code monétaire et financier français. Il est vrai que la différence n'est pas fondamentale car l'article L. 465-1 du code monétaire et financier sanctionne également l'initié qui permet à un tiers de réaliser une ou plusieurs opérations<sup>635</sup>.

**462.** D'ailleurs, le texte du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne, contrairement au règlement général de l'AMF omet de sanctionner, en Tunisie, le fait de recommander à une autre personne d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base d'une information privilégiée, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés.

---

<sup>632</sup> V. infra p. 251.

<sup>633</sup> Article 47 alinéa 2 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne

<sup>634</sup> Article 622-1, 1° du règlement général de l'AMF.

<sup>635</sup> **Stasiak (F)**, « Répertoire de droit des sociétés Dalloz, Délit et manquement boursier », septembre 2007, §41.

**463.** Il semble donc, qu'un dirigeant pourra par exemple recommander à un proche d'acquérir ou de vendre des actions de la société qu'il dirige, en se basant sur des informations privilégiées en sa possession, sans tomber sous le coup des sanctions du Conseil du marché financier. Cette lacune est d'autant plus gênante que l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 ne permet pas de sanctionner non plus le fait de recommander d'acheter des titres en se basant sur des informations privilégiées<sup>636</sup>. Ce comportement qui rompt l'égalité entre les investisseurs échappe donc à la répression tant pénale qu'administrative en Tunisie.

Par ailleurs, les lacunes entachant le texte du Règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne ne s'arrêtent pas là : celui-ci ne prévoit nullement les manquements gravement nuisibles au marché boursier que sont les manipulations de marché.

## ***2 - La caractérisation des manipulations de marché***

**464.** La lecture du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne, ne manque pas de mettre en exergue un oubli étonnant : ce règlement ne semble pas prévoir la possibilité de sanctionner les manipulations de marché que sont la diffusion d'une fausse information et la manipulation de cours (**a**). Au contraire, le règlement général de l'AMF s'avère particulièrement précis et détaillé dans la description des pratiques prohibées que sont les manipulations de cours et la diffusion d'une fausse information (**b**).

### ***a- Une sanction incertaine des manipulations de marché***

**465.** Aucune description, définition, précision, mention des manipulations de marché n'est prévue par le règlement général du CMF relatif à l'appel public à l'épargne. Assurément, on peut s'étonner d'un tel oubli car les manipulations de marché sont les formes les plus graves des infractions boursières.

---

<sup>636</sup> V. supra p. 77.

D'ailleurs, signe de l'importance de la répression de ces manipulations, le règlement général de l'AMF les définit avec un soin particulier, avec force de détails qui sont de nature à conférer plus d'efficacité à l'action de l'AMF<sup>637</sup>.

Il est certain qu'on aurait pu s'attendre à mieux de la part d'un règlement censé être plus explicite et complet que la loi du 14 novembre 1994.

**466.** Est-ce à dire que les manipulations de marché que sont la diffusion de fausses informations et la manipulation de cours ne peuvent être sanctionnés par le CMF ? Cet oubli peut-il être compensé par le recours aux dispositions de l'article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 ?

Les pouvoirs répressifs dont est investi le CMF l'autorisent à prononcer les sanctions détaillées à l'article 40 de la loi du 14 novembre 1994<sup>638</sup>.

Ces sanctions consistent en une amende au profit du Trésor Public qui ne peut excéder 20.000 dinars. Mais, lorsque des profits ont été réalisés, cette amende peut atteindre le quintuple du montant des profits réalisés à condition que le montant de l'amende soit fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits tirés de ces manquements<sup>639</sup>.

**467.** Sur ce point, il est à noter que la mise en œuvre des sanctions administratives édictées par le CMF est subordonnée à la mise en évidence de deux conditions cumulatives.

Il faut en effet, apporter en premier lieu, la preuve d'une pratique contraire aux règlements du CMF. Ensuite, deuxième condition à la mise en œuvre des sanctions du CMF, les pratiques en question doivent avoir pour effet de fausser le fonctionnement du marché ; de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché ; de porter atteinte au principe d'égalité d'information ou de traitement des épargnants ou à leurs intérêts ; de faire bénéficier les émetteurs et les

---

<sup>637</sup>V. infra p. 244.

<sup>638</sup> La formulation de cet article reprenant quasi intégralement celle de l'article L.621-15 du code monétaire et financier français.

<sup>639</sup>Article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994

épargnants des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

Mais là encore des difficultés se profilent. Primo, la première condition n'est pas évidente à caractériser pour ce qui est du manquement de manipulation de cours car aussi étonnant que cela puisse paraître, aucune disposition du règlement du CMF ne vient clairement interdire les manipulations cours.

Quant à la diffusion de fausses informations, les articles 4 et 5 du règlement du CMF imposent que l'information donnée au public soit fiable, pertinente, intelligible, comparable, complète et sincère. A défaut la communication constitue une atteinte à la bonne information du public<sup>640</sup>. La diffusion d'une fausse information pourrait en conséquence être sanctionnée sur la base de ces articles notamment<sup>641</sup>.

**468.** Deuxio, la rédaction de l'article 40 ne manque pas de soulever une autre incertitude. Les effets explicités dans cet article sont-ils cumulatifs ou alternatifs ? En d'autres termes, pour être sanctionné un comportement doit-il avoir pour effet de fausser le fonctionnement du marché et de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché et de porter atteinte au principe d'égalité d'information ou de traitement des épargnants ou à leurs intérêts et de faire bénéficier les émetteurs et les épargnants des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

Ou bien la caractérisation d'un de ces effets uniquement suffit-elle à la mise en œuvre de sanctions des sanctions du CMF ?

Le texte de l'article 40 ne permet de trancher. D'ailleurs, le recours à la version arabe du texte de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 ne permet pas non plus dissiper le doute, celui-ci ne permettant pas de savoir s'il s'agit là de conditions cumulatives ou alternatives.

---

<sup>640</sup> L'article 4 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne dispose que « l'information donnée au public doit être fiable, pertinente, intelligible, comparable, complète et sincère. » et l'article 5 dispose que « Constitue une atteinte à la bonne information du public, la communication d'une information qui ne répond pas aux conditions citées à l'article précédent. »

<sup>641</sup> Plusieurs dispositions du règlement général du CMF relatif à l'appel public à l'épargne ont trait à l'obligation de bonne information du public tels que les articles 72 à 86.

**469.** Néanmoins, il paraît très probable qu'il faille considérer qu'il s'agit là de conditions alternatives : la réalisation de l'un de ces effets seulement devrait amener au prononcé de sanctions de la part du CMF. En effet, considérer qu'il s'agit là de conditions cumulatives amènerait à vider l'article 40 de son sens et à fortement désarmer le CMF qui se verrait en pratique dans l'impossibilité de prononcer des sanctions d'amende car prouver qu'un comportement contraire à la réglementation du conseil a entraîné cumulativement tous ces effets paraît en pratique peu probable.

Si on retient cette hypothèse, il est évident que la deuxième condition est vérifiée dans le cadre des manipulations de marché que sont la diffusion d'une fausse information et la manipulation de cours car ces pratiques portent incontestablement atteinte au bon fonctionnement du marché et procurent aux auteurs de ces manipulations un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché.

**470.** Au final, il est indéniable que l'absence d'un texte spécifique sanctionnant les manipulations de marché, les insuffisances de l'article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 et l'absence de jurisprudence de la part du Conseil du marché financier est de nature à compliquer la compréhension des notions des manquements dits de manipulation de marché en droit tunisien.

En fin de compte, notre étude fait ressortir les lacunes du règlement du CMF. Des lacunes dues à une rédaction approximative des textes prévoyant les délits boursiers. Une refonte de ces règlements semble nécessaire, prévoir chacun des manquements de façon indépendante et précise paraît impératif. D'ailleurs, le règlement de l'AMF peut servir de modèle à cet effet.

#### ***b- Une définition précise des manipulations de marché***

**471.** Contrairement au règlement du CMF, le règlement général de l'AMF s'étend avec nombre de détails sur les notions de manipulations de cours (**b.1**) et de diffusion d'une fausse information (**b.2**).

### ***b.1- Une définition précise des manipulations de cours***

**472.** L'article 631-1 du règlement général de l'AMF, interdit à toute personne de procéder à des manipulations de cours. Pour ce règlement nombre de comportements sont constitutifs d'une telle manipulation :

Il en est ainsi, du fait de réaliser des opérations ou d'émettre des ordres soit qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers ; soit qui fixent par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel<sup>642</sup>.

D'ailleurs, les articles 631-1 et 631-2 du règlement général de l'AMF s'avèrent particulièrement précis sur les éléments permettant de distinguer les manœuvres qui représentent des manipulations et celles qui ne le sont pas.

Ainsi, ne commettent pas de manipulation les dirigeants qui arrivent à établir que les opérations effectuées ou les ordres émis sont légitimes conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné.

**473.** Ensuite, l'article 631-2 du règlement général de l'AMF établit une liste non exhaustive de sept éléments d'appréciation de ces pratiques par l'AMF, sans que ces éléments constituent en eux-mêmes une manipulation de cours.

Il s'agit des éléments suivants:

1- L'importance de la part du volume quotidien des transactions représentée par les ordres émis ou les opérations effectuées sur l'instrument financier concerné, en particulier lorsque ces interventions entraînent une variation sensible du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ;

2- L'importance de la variation du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ou dérivé correspondant admis à la négociation sur un marché réglementé, résultant des ordres émis ou des opérations effectuées par des

---

<sup>642</sup> Article 631-1, 1° du règlement général de l'AMF.

personnes détenant une position vendeuse ou acheteuse significative sur un instrument financier ;

3- La réalisation d'opérations n'entraînant aucun changement de propriétaire bénéficiaire d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé ;

4- Les renversements de positions sur une courte période résultant des ordres émis ou des opérations effectuées sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné, associés éventuellement à des variations sensibles du cours d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé ;

5- La concentration des ordres émis ou des opérations effectuées sur un bref laps de temps durant la séance de négociation entraînant une variation de cours qui est ensuite inversée ;

6- L'effet des ordres qui sont émis sur les meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande de l'instrument financier, ou plus généralement de la représentation du carnet d'ordres auquel ont accès les participants au marché et qui sont annulés avant leur exécution ;

7- Les variations de cours résultant des ordres émis ou des opérations effectuées au moment précis ou à un moment proche de celui où sont calculés les cours de référence, les cours de compensation et les évaluations.

D'autre part, est aussi répréhensible le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice.

Et le texte de l'article 631-1 donne en particulier deux exemples d'opérations considérées comme étant des manipulations de cours.

**474.** Ainsi, constitue une manipulation de cours, le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables. Ou encore le fait d'émettre au moment de l'ouverture ou de la clôture ou, le cas échéant lors du fixage, des

ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers du marché ayant pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché ou pour effet d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours concernés<sup>643</sup>.

**475.** Là encore, l'article 631-3 du règlement général de l'AMF donne deux éléments d'appréciation, non constitutifs en eux-mêmes d'une manipulation de cours. En premier lieu, est pris en compte le fait que les ordres émis ou les opérations effectuées par des personnes sont précédés ou suivis de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses par ces mêmes personnes ou des personnes qui leur sont liées ;

Ensuite, le fait que les ordres sont émis, ou les opérations effectuées, par des personnes avant ou après que celles-ci, ou des personnes qui leur sont liées, produisent ou diffusent des travaux de recherche ou des recommandations d'investissement qui sont faux ou biaisés ou manifestement influencés par un intérêt significatif.

L'article 631-4 prévoit aussi que toute personne ayant transmis des ordres sur le marché doit être en mesure d'expliquer « publiquement » les raisons et les modalités de cette transmission, si l'AMF le lui demande à l'occasion d'une enquête ou d'un contrôle.

Sur le fondement de l'ancien règlement COB 90-04, l'AMF a sanctionné la dépréciation d'un titre résultant de ventes massives dans un laps de temps très bref, afin de faire bénéficier certains clients de rachats à bas prix<sup>644</sup>.

**476.** Par contre, deux causes d'exemption sont admises :

La première a trait à l'intervention des émetteurs sur leurs propres titres. Ainsi, l'article 631-5 du règlement général de l'AMF précise que les obligations d'abstention ne s'appliquent pas aux opérations effectuées par un émetteur sur ses propres titres dans le cadre d'un programme de rachat, et ce dans deux cas de figure. Il s'agit tout d'abord, des opérations qui sont réalisées conformément au règlement n° 2273/2003/CE de la Commission des Communautés européennes du 22 décembre 2003. Cependant, les titres ainsi

---

<sup>643</sup> Article 631-1, 2° du Règlement général de l'AMF.

<sup>644</sup> **De Vauplane (H) et Daigre (J-J)**, Note sous Décision AMF, 7 octobre 2004, Banque et Droit janv.-févr. 2005, p. 45.

acquis doivent faire l'objet d'une affectation immédiate par objectif sans pouvoir être réaffectés à d'autres objectifs que ceux prévus par le Règlement susmentionné. Ensuite, il s'agit des opérations conformes à une pratique de marché admise et respectueuses des modalités d'acquisition définies par le règlement n°2273/2003/CE, sauf pour les dispositions de ce règlement écartées par l'acceptation de la pratique mentionnée à l'article 612-4.

La seconde cause d'exemption est la stabilisation d'un instrument financier.

Globalement, les articles 631-7 à 631-10 du règlement général de l'AMF prévoient que les obligations d'abstention en matière de manipulation de cours ne concernent pas les opérations réalisées par des prestataires de services d'investissement dans le cadre de la stabilisation d'un instrument financier dès lors que ces opérations s'effectuent conformément aux dispositions du règlement n° 2273/2003/CE de la Commission européenne du 22 décembre 2003<sup>645</sup>.

**477.** Au final, la description faite des manipulations de cours par le règlement général de l'AMF est exhaustive et couvre un grand nombre de comportements. La précision de cette description étant de nature à faciliter la caractérisation des manquements de manipulation de cours par l'autorité administrative de contrôle des marchés.

D'ailleurs, en définissant le manquement de diffusion de fausses informations le règlement général de l'AMF a fait preuve d'une précision similaire.

### ***b.2 Une définition large de la diffusion de fausses informations***

**478.** Le règlement général de l'AMF, dans son article 632-1 dispose que « toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers émis par voie d'appel public à l'épargne au sens de

---

<sup>645</sup> **Stasiak (F)**, « Répertoire de droit des sociétés Dalloz, Délit et manquement boursier », septembre 2007, §46.

l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses ».

L'article 632-1 énonce également que « constitue en particulier la diffusion d'une fausse information le fait d'émettre, sur quelque support que ce soit, un avis sur un instrument financier ou indirectement sur l'émetteur de celui-ci, après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de tirer profit de la situation qui en résulte, sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, le conflit d'intérêts existant ».

**479.** Sur la base de l'article 632-1 du règlement général, la commission des sanctions de l'AMF<sup>646</sup> a prononcé une sanction pécuniaire de 500 000 € à l'encontre du président du conseil d'administration d'un émetteur qui avait, d'une part, délibérément trompé le marché sur la situation et les perspectives de l'émetteur en majorant artificiellement (de 34 fois ) le chiffre d'affaires et, d'autre part, caché au public les risques pris par la société depuis sa mise sur le marché jusqu'à sa liquidation.<sup>647</sup>

Il est à noter que la nouvelle rédaction, issue de la loi du 26 juillet 2005, des articles L. 621-14, I et L. 621-15, II du Code monétaire et financier supprime l'exigence faite à l'AMF d'établir que les pratiques en cause ont eu un impact sur les cours ou sur le fonctionnement des marchés permettant à l'autorité de régulation de sanctionner plus facilement les pratiques de manipulation de cours et de diffusion de fausse information<sup>648</sup>.

En élargissant ainsi, le champ d'application des manquements sus mentionnés, la loi du 26 juillet 2005 se veut donc indubitablement plus sévère.

---

<sup>646</sup> **Dolidon (G)**, Note sous décision AMF, 8 juillet 2004, Bull. Joly bourse 2004 p. 749.

<sup>647</sup> **Stasiak (F)**, « Répertoire de droit des sociétés Dalloz, Délit et manquement boursier », Op.cit. §46 et s.

<sup>648</sup> **Rontchevsky (N)**, « Révision des délits et manquements boursiers », Banque et droit juillet-août 2006, p. 17.

D'ailleurs, le fait que la commission des sanctions ait refusé d'appliquer ces nouvelles dispositions à des situations antérieures démontre qu'elle considère elle-même cette nouvelle rédaction issue des articles comme moins douce pour les prévenus<sup>649</sup>.

**480.** Au final, on peut affirmer que le caractère complet du règlement général de l'AMF qui s'étend à force de détails sur les actes qui constituent des manquements boursiers est de nature faciliter la tâche de la commission des sanctions et à conférer à son action une efficacité certaine. Au contraire, le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne ne fait aucunement référence aux manipulations de marché compliquant ainsi l'action du Conseil qui devrait faire face à des difficultés liées à l'interprétation des textes de son règlement général.

Ces difficultés d'interprétation ne s'arrêtent pas, en Tunisie, à l'élément matériel des manquements mais s'étendent aussi à leur élément moral alors que la facilitation de l'imputation des manquements boursiers, en France, s'exprime aussi à travers une érosion de l'élément moral exigé, qui se trouve réduit à sa plus simple expression.

## ***Paragraphe 2 - Des manquements au caractère objectif ?***

**481.** Rechercher systématiquement l'élément moral dans la caractérisation des manquements à la réglementation boursière serait un frein non négligeable à l'efficacité de l'action de l'autorité de régulation. En effet, réprimer les abus de marché se heurte à des difficultés de preuve qu'accentuerait significativement la recherche mécanique d'un tel élément. D'ailleurs, la Cour de Justice de l'Union Européenne, elle-même, l'admet dans son interprétation de la finalité de la directive « abus de marché »<sup>650</sup>. Pour la CJUE, « le législateur communautaire a opté pour un mécanisme de prévention et de sanction administrative des opérations d'initiés dont

---

<sup>649</sup> Sanction AMF, 16 septembre 2005, 8 décembre 2005, [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

<sup>650</sup> Une directive dont est tirée une part très importante de la législation française en la matière.

l'efficacité serait atténuée s'il était conditionné à la recherche systématique d'un élément moral »<sup>651</sup>.

**482.** Il est traditionnellement avancé que les manquements administratifs se distingueraient des délits par leur caractère objectif. Il serait ainsi, inutile de rapporter la preuve d'un élément intentionnel.

A partir de là, retenir la responsabilité des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants pour des manquements à la réglementation boursière, pourrait s'avérer bien plus aisé que de retenir leur responsabilité pénale pour les mêmes faits.

Cette affirmation serait valable, à quelques différences près, pour les principales infractions aux règlements de l'AMF. Des manquements, pour l'imputation desquels, l'élément moral est soit absent, soit fortement diminué.

En Tunisie, la situation est plus confuse et il semble difficile de se prononcer sur l'élément moral exigé et ce qu'il s'agisse des manquements d'initié (**A**) ou des manipulations de marchés (**B**).

#### **A- L'élément moral des manquements d'initié**

**483.** L'absence de décisions de sanction émanant du Conseil du marché financier laisse planer, en Tunisie, un doute sur la teneur de l'élément moral exigé pour caractériser un manquement d'initié même s'il semble que la caractérisation de cet élément soit exigée (**1**). Pour d'autres raisons, la situation n'est pas très claire non plus, en France même s'il est avéré qu'on assiste à une objectivisation croissante du manquement d'initié (**2**).

---

<sup>651</sup> **Torck (S)**, Note sous CJUE, 23 décembre 2009, n° aff. C45/08, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck c/ CBFA, Bull. Joly Bourse, 01 mars 2010 n° 2, p. 92.

## **1- Un élément moral exigé ?**

**484.** La rédaction de l'article 47 du règlement du CMF devrait compliquer, en Tunisie, la caractérisation du manquement d'initié. Paradoxalement, ce manquement devrait s'avérer plus difficilement caractérisable qu'un délit d'initié. En effet, l'article sus-cité interdit d'« exploiter » une information privilégiée sur le marché, soit directement, soit par personne interposée, en achetant ou en vendant des titres de cet émetteur ou des droits liés à ce titre, tant que cette information n'a pas encore été rendue publique.

Alors que l'alinéa 1 de l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 incrimine rien que la « réalisation » d'une opération sur le titre objet de l'information privilégiée<sup>652</sup>.

**485.** Evidemment, on ne peut assimiler l'exploitation d'une information sur le marché à la réalisation d'une opération sur le marché.

En effet, l'exploitation d'une information privilégiée implique l'intention de tirer profit de cette information, d'obtention des meilleurs résultats, d'atteinte d'un but que ne recouvre que partiellement la notion d'utilisation.

D'ailleurs, en France, la COB, estimait que « l'emploi du terme exploiter exclut qu'une personne puisse être sanctionnée administrativement pour avoir utilisé par inadvertance ou imprudence une information privilégiée ». Elle a ajouté qu'est prise en compte « la finalité de l'intervention ».<sup>653</sup>

**486.** Est-ce-à-dire, que la caractérisation du manquement d'initié est liée à la démonstration de la volonté de réaliser un profit, en vendant ou en acquérant des titres objet de l'information privilégiée ou des droits liés à ce titre ?

Il s'avère difficile de l'affirmer, en l'absence de toute jurisprudence émanant du Conseil du marché financier. Il semble néanmoins, que du fait de la nature répressive du texte de l'article 47 du règlement du CMF, celui-ci se doit de recevoir une stricte interprétation. L'imputation d'un manquement d'initié au

---

<sup>652</sup> V. infra p. 77.

<sup>653</sup> **Ducouloux Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières : délits boursiers-infractions administratives », Op. cit. n°320 ; V. infra p. 255.

dirigeant d'une société cotée devrait donc être subordonnée à la démonstration d'une volonté de tirer profit de l'information privilégiée<sup>654</sup>.

**487.** Cette situation paraît paradoxale. L'efficacité de l'action de l'autorité administrative exige qu'il soit plus facile de retenir la responsabilité administrative d'un dirigeant que sa responsabilité pénale. La réception de la rédaction du règlement français qui sanctionne la simple utilisation de l'information privilégiée c'est-à-dire l'achat ou la cession des instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés permettrait de faciliter la caractérisation des manquements d'initié par le CMF.

## **2- L'objectivisation croissante du manquement d'initié**

**488.** La COB hier comme l'AMF aujourd'hui se contentent, en France, d'un élément moral réduit à sa plus simple expression, pour caractériser le manquement d'initié<sup>655</sup>.

En effet, sous l'empire du règlement 90-08 de la COB, seul l'article 5, exigeait la possession d'une information privilégiée « en connaissance de cause » pour les initiés tertiaires. La doctrine, en a déduit que le règlement ne requiert pas l'intention<sup>656</sup>.

**489.** Mais cet élément bien que fortement diminué<sup>657</sup>, n'était pas totalement absent lors de la caractérisation du manquement<sup>658</sup>. La Commission des

---

<sup>654</sup> Le recours à la version arabe de ce règlement semble confirmer nos propos. L'article 47 interdit l'exploitation de l'information privilégiée en ces termes :

« أن لا يستغلوا تلك المعلومات في السوق لحسابهم الخاص أو لحساب الغير ».

<sup>655</sup> **Moulin (J-M)**, Note sous Sanction AMF, 1<sup>er</sup> mars 2007, Op.cit. p. 27.

<sup>656</sup> **Robert (J-H)**, « Le manquement d'initié (commentaire du règlement n°90-08 de la commission des opérations de bourse) », Dr. Soc., décembre 1990, p. 1.

<sup>657</sup> Voir C.A. Paris (1<sup>re</sup> ch.), 4 novembre 1994, F. Fournier, Lyonnaise des Eaux-Dumez ; Bull. Joly Bourse 1995, p. 181.

opérations de bourse a élucidé la question dans son rapport annuel 1990<sup>659</sup> en affirmant que si le manquement « n'implique pas l'existence d'une intention frauduleuse ou spéculative, l'emploi du terme exploiter exclut qu'une personne puisse être sanctionnée administrativement pour avoir utilisé par inadvertance ou imprudence une information privilégiée ». Elle a ajouté qu'est prise en compte « la finalité de l'intervention ». <sup>660</sup>

Ainsi, il est arrivé à la COB<sup>661</sup> d'admettre que le principal actionnaire d'une société pouvait acquérir des titres de celle-ci pour réagir à une tentative de prise de contrôle inamicale, même s'il était en possession d'une information privilégiée<sup>662</sup>. Aussi la Commission a indiqué que l'initiateur d'une offre publique pouvait procéder au ramassage de titres de la société cible avant le lancement de l'offre, à condition que le ramassage ne vise pas seulement à réaliser une économie sur le prix à payer pour l'achat des titres dans le cadre de l'offre publique<sup>663</sup>.

Mais, il est évident, que la manipulation de ces moyens de défense était particulièrement difficile pour les dirigeants des émetteurs. Ceux-ci auraient eu tout le mal du monde à, soutenir l'hypothèse qu'ils ont agi de bonne foi, sans savoir qu'ils étaient en possession d'une information privilégiée, ou encore d'avancer qu'ils croyaient que l'information a déjà été divulguée.

**490.** Pour ce qui est de la situation qui prévaut aujourd'hui, celle-ci n'est pas très différente de celle qui prévalait sous l'empire du règlement de la COB, mais elle va tout de même dans le sens d'une objectivisation croissante du manquement d'initié.

---

<sup>658</sup> **Ducouloux Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières : délits boursiers-infractions administratives », Op.cit. n°319.

<sup>659</sup> Rapport annuel COB, 1990, p 99.

<sup>660</sup> **Ducouloux Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières : délits boursiers-infractions administratives », Op. cit. n°320.

<sup>661</sup> Voir par exemple C.A. Paris, 11 septembre 2001, Caisse centrale de crédit coopératif contre Commission des opérations de bourse ; Bulletin mensuel COB, n° 360, 1<sup>er</sup> septembre 2001, p. 9.

<sup>662</sup> Rapport COB 1999, p99.

<sup>663</sup> Communiqué COB, 16 mai 1989, cité par **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières : délits boursiers-infractions administratives », Op.cit. n°320.

Cette objectivation croissante du manquement d'initié, s'exprime à travers la rédaction nouvelle de l'article 622-1 du règlement général de l'AMF qui réprime « l'utilisation » par les initiés primaires (dont entre autres les dirigeants des sociétés cotées en bourse)<sup>664</sup> d'une information privilégiée alors que le règlement 90-08 de la COB punissait « l'exploitation » d'une information privilégiée.

Bien sûr, ces deux termes ne sauraient être pris pour des synonymes. L'exploitation<sup>665</sup> implique une volonté de rendement, d'obtention des meilleurs résultats, d'atteinte d'un but que ne recouvre que partiellement la notion d'utilisation.

**491.** D'ailleurs, l'AMF ne s'est pas privé, à plusieurs reprises, d'apporter un soin particulier à l'évocation de ce changement textuel.

L'élément moral exigé par l'AMF est réduit à sa plus simple expression. L'autorité se contente<sup>666</sup>, d'un « élément intentionnel a minima caractérisé en négatif par le fait que les dirigeants de la société n'ont pas pu agir par simple imprudence ou excessive légèreté ou encore sous l'emprise de contraintes insurmontables mais, au contraire, en pleine connaissance de cause. Ce faisant, ils ont violé leur devoir général d'abstention au mépris des droits

---

<sup>664</sup>Les obligations d'abstention prévues à l'article 622-1 s'appliquent à toute personne citée par l'article 622-2 du règlement général de l'AMF, c'est-à-dire toute personne qui détient une information privilégiée en raison de :

1° Sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ;

2° Sa participation dans le capital de l'émetteur ;

3° Son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ainsi que de sa participation à la préparation et à l'exécution d'une opération financière ;

4° Ses activités susceptibles d'être qualifiées de crimes ou de délits.

Ces obligations d'abstention s'appliquent également à toute autre personne détenant une information privilégiée et qui sait ou qui aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée.

Lorsque la personne mentionnée au présent article est une personne morale, ces obligations d'abstention s'appliquent également aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour le compte de la personne morale en question.

<sup>665</sup>D'ailleurs, on l'a vu dans le paragraphe précédent, l'emploi de ce terme a obligé la COB à justifier que le mot « exploitation » ne devait être entendu comme exigeant une intention spéculative.

<sup>666</sup>Surtout lorsque l'inculpé est le dirigeant d'un émetteur.

élémentaires des autres investisseurs, au premier rang desquels figure l'égalité »<sup>667</sup>.

De façon assez classique, donc, la Commission estime régulièrement, que « l'obligation d'abstention pesant sur le détenteur d'une information privilégiée revêt un caractère absolu [...] » et que, dès lors, « le manquement tiré de l'utilisation d'une telle information est caractérisé par le simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information et son utilisation, sans qu'il soit nécessaire de démontrer l'existence d'une relation de cause à effet entre ces deux circonstances ». En appliquant ce principe, la Commission des sanctions retient, la concomitance chronologique entre la détention de l'information par le dirigeant social et son utilisation, pour conclure à l'existence du manquement<sup>668</sup>.

**492.** Réduit à sa plus simple expression certes, mais pas totalement écarté non plus, puisque l'autorité régulatrice accepte d'examiner la présence ou non d'un fait justificatif. Si le manquement était uniquement matériel, réunir les trois éléments matériels suffirait à la caractérisation du manquement et il n'y aurait nulle opportunité pour le présumé coupable du manquement d'exciper de faits justificatifs pour échapper à toute condamnation par disparition de l'élément légal de l'infraction. Or, il n'en est rien puisque la Commission des sanctions accepte de s'attarder sur l'existence ou non de tels faits<sup>669</sup>.

Aussi, pour certaines personnes, l'AMF peut se prévaloir d'une présomption de connaissance de toute information privilégiée en raison de leur qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur, d'actionnaires ou encore en raison de leur accès à l'information du fait de leur travail, de leur profession ou de leurs fonctions,

---

<sup>667</sup> **Moulin (J-M)**, Note sous Sanction AMF, 1<sup>er</sup> mars 2007, Op.cit. p. 27.

<sup>668</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous Sanction AMF, 26 juin 2008, M. Jean-Sébastien Beslay, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2008 n° 6, p. 463.

<sup>669</sup> **Moulin (J-M)**, Note sous Sanction AMF, 1<sup>er</sup> mars 2007, Op.cit. p. 27.

ainsi que de leur participation à la préparation et à l'exécution d'une opération financière.

Un arrêt de la Cour d'appel de Paris <sup>670</sup> illustre parfaitement la facilité de la caractérisation de la responsabilité des dirigeants pour un manquement d'initié.

Cette objectivation du manquement d'initié pourrait poser des problèmes à l'égard des droits de la défense.

**493.** La solution dégagée par l'AMF semble donc établie et corroborée par la Cour d'appel de Paris. Mais un arrêt de la Cour de Justice de l'Union Européenne est venu semer le trouble sur cette solution défendue par l'Autorité de régulation.

C'est lorsqu'on croyait la question élucidée qu'est intervenu l'arrêt récent du 23 décembre 2009 où la Cour de Justice de l'Union Européenne qui interprète certaines dispositions de la directive n° 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché. Pour rouvrir le débat sur la teneur de l'élément moral exigé pour caractérise un manquement d'initié.

En l'espèce, la société Spector, société de droit belge cotée sur Euronext Bruxelles, avait été reconnue coupable d'un manquement d'initié par l'autorité de régulation belge la CBFA pour avoir opéré certaines interventions sur ses propres titres qui étaient visiblement intervenues avant que celle-ci ne publie des informations relatives à ses résultats et à sa politique commerciale. Des informations dont la publication avait conduit à une augmentation significative du cours de l'action. En d'autres termes, la société Spector, en ne s'abstenant pas d'intervenir sur ses propres titres alors qu'elle était en possession d'une information privilégiée, avait ainsi pu réaliser une partie de son programme de

---

<sup>670</sup> **Bompoin (D)**, Note sous C.A. Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. H, 15 mai 2008, n° 2007/09505, Beilin, Roy, Tordjman c/ AMF, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2008 n° 6, p. 471.

rachat à moindre coût. La société Spector a formé un recours contre cette décision devant le *hof van beroep te Brussel*. Cette juridiction a été à l'origine de la demande de questions préjudicielles concernant l'article 2 de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)<sup>671</sup>.

**494.** Il est donc revenu à la CJUE de trancher la difficulté née de la différence de rédaction de l'article 2, paragraphe 1, entre l'ancienne et la nouvelle directive. Le texte abrogé interdisait aux « initiés primaires » d'acquérir ou de céder des valeurs mobilières « en exploitant en connaissance de cause cette information privilégiée ». Par contre, le texte nouveau issu de la Directive leur interdit « d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant » les instruments financiers auxquels se rapporte l'information privilégiée.

Alors que l'utilisation du terme « exploiter » ne renfermait qu'un seul sens, c'est-à-dire : l'intention de tirer profit de l'information privilégiée. L'emploi du verbe « utiliser » a suscité une difficulté car ce mot peut être sujet à deux interprétations. Dans la première, l'utilisation consiste dans l'intention de tirer profit de l'information privilégiée. La seconde vision, veut, quant à elle, que l'utilisation consiste dans le fait même d'acquérir ou de céder alors que l'opérateur a connaissance de l'information privilégiée. Dans cette seconde interprétation, c'est le fait d'acquérir ou de céder qui est prohibé, peu importe que ce fait ait été déterminé ou non par une intention de tirer profit de l'information privilégiée. C'est donc à cette question posée par la cour d'appel de Bruxelles que la CJUE a du répondre : est-il « suffisant, pour qu'une opération soit qualifiée d'opération d'initié prohibée, qu'un initié primaire en possession d'une information privilégiée effectue une opération de marché sur les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou s'il est, en

---

<sup>671</sup> **Torck (S)**, Note sous CJUE, 23 décembre 2009, n° aff. C45/08, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck c/ CBFA Bull. Joly Bourse, 01 mars 2010 n° 2, p. 92

outre, nécessaire d'établir que cette personne a "utilisé" cette information en connaissance de cause »<sup>672</sup> ?

En analysant la lettre de la Directive, qui remplace l'exigence de « l'exploitation en connaissance de cause de cette information privilégiée » par l'utilisation d'une information privilégiée. La Cour Européenne, relève, qu'elle caractérise le manquement d'initié à travers uniquement deux éléments constitutifs: les personnes visées (initiés primaires) et les agissements matériels constitutifs de l'opération. Elle ajoute ensuite, que le texte de la directive ne prévoit expressément ni des conditions subjectives relatives à l'intention ayant inspiré ces agissements matériels ni la nécessité d'établir que l'information privilégiée a déterminé la décision d'opérer. La CJUE considère que le Parlement européen a en connaissance de cause opéré ces amendements. Et ce, en adéquation avec l'approche objective de la notion d'opération d'initié prônée par la Commission. La finalité étant de « ne conserver aucun élément de finalité ou d'intentionnalité dans la définition des opérations d'initiés ».

**495.** De par la force de ces arguments, la Cour pose le principe que le simple fait pour un initié primaire qui est en possession d'une information privilégiée d'effectuer une opération sur les instruments financiers auxquels se rapporte cette information « implique que cette personne a utilisé cette information »<sup>673</sup>.

Cela veut dire, que l'autorité poursuivante n'a pas à démontrer que l'information privilégiée a été utilisée par l'initié primaire pour réaliser l'opération de marché. Il lui suffit de prouver que l'initié primaire est en possession d'une information privilégiée lorsqu'il opère sur des instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

---

<sup>672</sup> **Schmidt (D)**, Note sous CJUE, 23 décembre 2009, n° C-45/08, Spector Photo Group NV et a. c/ CBFA, Bull. Joly Sociétés, 01 avril 2010 n° 4, p. 346.

<sup>673</sup> **Schmidt (D)**, Notes sous CJUE, 23 décembre 2009, Op.cit. p. 346.

**496.** Cette position coïncide, d'ailleurs, avec l'avis, des magistrats parisiens qui par un arrêt du 20 octobre 2009, avaient déjà estimé qu'il « n'est pas nécessaire, pour que le manquement soit constitué, que seule la détention d'une information privilégiée explique la décision d'investissement critiquée »<sup>674</sup>.

La Cour pose donc une présomption dont la portée découle de son fondement : on présume que l'initié primaire a agi non seulement en ayant connaissance de l'information privilégiée et en ayant conscience du caractère privilégié de cette information, mais encore en ayant l'intention d'en tirer avantage.

La présomption a pour objet, en la matière, de renforcer l'action des autorités de régulation des marchés financiers dans la prévention et la sanction administrative des opérations d'initiés « dont l'efficacité serait atténuée s'il était conditionné à la recherche systématique d'un élément moral »<sup>675</sup>.

**497.** Par contre, la CJUE précise qu'il ne s'agit là que d'une présomption « réfragable ». Simple est donc la présomption. D'ailleurs, il ne pouvait en être autrement, le respect dû aux droits de la défense, fait que la personne mise en cause doit avoir la possibilité de renverser la présomption<sup>676</sup>. Le manquement d'initié n'est donc pas un manquement totalement objectif, il comporte

---

<sup>674</sup> C.A. Paris, P. 5, ch. 5-7 (n° 2008/16852), cité par **Schmidt (D)**, op cit. p.346.

<sup>675</sup> **Schmidt (D)**, Op.cit. p. 346.

<sup>676</sup> Selon le professeur Schmidt, l'initié primaire peut notamment tenter d'établir qu'il ne connaissait pas l'information privilégiée au moment où il a agi ; par exemple, il aurait existé une « Muraille de Chine » entre le détenteur de l'information et lui. Il peut aussi tenter de démontrer qu'il ignorait que l'information avait un caractère privilégié. Il peut encore tenter de démontrer qu'il n'a pas utilisé l'information privilégiée : par exemple, il a vendu alors même que l'information privilégiée lui permettait d'espérer une hausse prochaine des cours. Ou encore, il a pris, avant d'avoir connaissance de l'information privilégiée, l'engagement d'acquiescer ou de vendre : l'exécution postérieure de cet engagement n'utilise pas cette information (article 2, paragraphe 3, de la Directive). De même, le simple fait pour les teneurs de marché, les organismes habilités à agir en qualité de contrepartie et les personnes habilitées à exécuter des ordres pour des tiers qui se bornent à effectuer des opérations de marché conformément aux règles qui leur sont applicables, ne devrait pas « en soi » être réputé constituer une utilisation de cette information privilégiée (18<sup>e</sup> considérant de la Directive) (**Schmidt (D)**, Op.cit p.346).

forcément un élément moral. Le devoir d'abstention de l'initié jusqu'à ce que l'information privilégiée soit rendue publique n'est donc pas absolu.<sup>677</sup>

Ensuite, la Cour persiste dans ce sens et pour atténuer la sévérité du régime de la prohibition des opérations d'initié relève l'existence d'un « lien étroit entre la prohibition des opérations d'initiés et la notion d'information privilégiée ». En effet, l'information privilégiée procure à son détenteur « un avantage par rapport à tous les autres intervenants sur le marché qui l'ignorent ». De ce lien, la Cour déduit que « la caractéristique essentielle de l'opération d'initié réside donc dans le fait de tirer indûment avantage d'une information au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance et, par voie de conséquence, de porter atteinte à l'intégrité des marchés financiers ainsi qu'à la confiance des investisseurs ». La CJUE en conclut que « la prohibition des opérations d'initié s'applique lorsqu'un initié primaire qui détient une information privilégiée fait une utilisation indue de l'avantage que lui procure cette information en effectuant une opération de marché concordant avec cette information ». Ce dernier attendu fixe l'objet de la prohibition : une utilisation indue de l'avantage, ainsi que l'objet de l'utilisation : une opération de marché concordant avec l'information privilégiée<sup>678</sup>.

**498.** Au final, le sens de cette décision nuancée de la Cour de Justice de l'Union Européenne, est clair : la prohibition des opérations d'initié exige un élément intentionnel.

Il reste que cet élément est réduit de manière significative, puisque comme le confirme la CJUE, l'autorité poursuivante n'a plus la charge de démontrer l'utilisation par l'initié primaire de l'information privilégiée qu'il détient. Cependant, la présomption d'utilisation demeure simple.

---

<sup>677</sup> **Torck (S)**, Note sous CJUE, 23 déc. 2009, Op. cit. p.92.

<sup>678</sup> **Schmidt (D)**, Op.cit p.346.

Un auteur<sup>679</sup> a vu dans cet arrêt une différence sensible avec la position traditionnelle de l'AMF. Cet auteur a vu dans cet arrêt une résurgence de nouveaux moyens de défense qui pourront être développés devant l'AMF ou la cour d'appel de Paris sous le contrôle de la Cour de cassation. Il y a même vu « l'étau se desserrer autour des initiés ».

**499.** Nous pensons par contre, avec un auteur<sup>680</sup>, que cet arrêt n'apporterait pas d'éléments qui bouleverseraient la jurisprudence établie de la commission des sanctions de l'AMF.

La décision de la CJUE ne fait que conforter la position de l'AMF et son interprétation des textes relatifs aux opérations d'initiés précédemment évoquée.

D'ailleurs, différentes décisions de sanctions de la commission des sanctions de l'AMF et arrêts de la Cour d'Appel de Paris réaffirment cette interprétation.

Un arrêt récent de la Cour d'appel de Paris daté du 23 février 2010, va dans le même sens.

En l'espèce, la thèse développée par un émetteur qui avançait que les achats effectués s'inscrivaient dans le cadre d'un programme de rachat

---

<sup>679</sup> D'après cet auteur, « d'une part, la notion de fait justificatif n'est pas parfaitement stabilisée et fait l'objet d'une application quelque peu erratique dans la jurisprudence de la cour d'appel de Paris et la pratique décisionnelle de l'AMF ; par ailleurs, un fait justificatif, parce qu'il n'est pas un élément constitutif du manquement, contrairement à l'élément moral, serait-il présumé, ne joue pas de la même manière dans l'appréciation de la culpabilité de l'initié. D'autre part, certaines décisions de la Commission des sanctions conduisent à observer qu'hormis certaines hypothèses, expressément visées par les considérants 18, *in fine*, et 29 de la directive « Abus de marché », hypothèses où il semble difficile de considérer que l'utilisation d'une information privilégiée par un initié soit *de plano* constitutive d'un manquement (OPA par exemple), l'AMF ne module pas suffisamment son appréciation de l'utilisation d'une information privilégiée. Or, les motifs de la présente décision de la Cour de justice l'y invitent tout au contraire lorsque cette dernière dit pour droit que la question de savoir si la personne mise en cause au titre de l'article 2, paragraphe 1, a commis un manquement d'initié doit être appréciée à la lumière de la finalité de la directive, qui est de protéger l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs, laquelle repose sur l'assurance que ces derniers seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation indue d'informations privilégiées. » **Torck (S)**, Note sous CJUE, 23 déc. 2009, Op. cit. p.92.

<sup>680</sup> **Schmidt (D)**, Note sous C.A. Paris P. 5 ch. 5-7, 23 février 2010, n° 2009/08268, Sté Vinci c/ AMF, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2010 n° 3, p. 214.

d'actions<sup>681</sup> en vue de leur annulation et de ce fait n'avaient pas été déterminés par la connaissance de l'information privilégiée. La cour répond : « Considérant, enfin, que, s'agissant d'un manquement objectif qui ne requiert pas la recherche de l'intention de son auteur ou de sa bonne foi lors de l'opération incriminée, la commission des sanctions n'était, au rebours de ce que soutient la requérante, qui invoque le contexte du programme de rachat de ses propres titres, pas tenue de rechercher par surcroît si l'information privilégiée avait été déterminante des opérations effectuées, étant cependant observé que de telles circonstances peuvent être prises en compte pour la détermination du quantum de la sanction pécuniaire »<sup>682</sup>.

L'élément moral des opérations d'initié apparaît ainsi bien réduit et la situation n'est pas bien différente en ce qui concerne les manipulations de marché.

### ***B- L'élément moral des manipulations de marché***

**500.** La plupart des manquements boursiers sont des manquements quasiment objectifs où l'élément moral n'a que peu de place dans leur imputation aux dirigeants des émetteurs. Cette affirmation est valable, en France, pour les manquements de diffusion de fausse information, pour la caractérisation desquels l'élément moral est réduit. De surcroît, les manipulations de cours sont considérées comme des manquements objectifs. En Tunisie, la carence du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne fait qu'il est difficile de se prononcer sur la teneur de cet élément et ce qu'il s'agisse du manquement de diffusion de fausses informations (1) ou de la manipulation de cours (2).

---

<sup>681</sup> L'article 631-6 du règlement général de l'AMF impose à l'émetteur de s'abstenir d'intervenir sur ses propres titres dès qu'il a connaissance d'une information privilégiée.

<sup>682</sup> **Schmidt (D)**, Note sous C.A. Paris P. 5 ch. 5-7, 23 février 2010, Op.cit. p. 214.

## **1- L'élément moral de la diffusion d'une fausse information**

**501.** Le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne, on l'a précédemment évoqué, ne prévoit pas, en Tunisie, de texte spécifique consacré au manquement de diffusion d'une fausse information. Le CMF devrait être en mesure de s'appuyer, pour sanctionner une diffusion de fausse information, sur l'article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994<sup>683</sup>.

Mais dans ce cas, un élément moral est-il exigé pour mettre en œuvre les sanctions prévues dans le cadre de cet article ?

L'analyse de l'article 40 sus cité<sup>684</sup> révèle que celui-ci ne fait aucunement référence à la nécessité de caractériser un élément moral : pour mettre en œuvre des sanctions administratives à l'encontre d'un dirigeant, le CMF doit dans un premier temps constater que celui-ci a commis des pratiques contraires à ses règlements. L'élément moral nécessaire à la mise en œuvre des sanctions dépendrait ainsi de la disposition réglementaire dont le non respect est invoqué.

**502.** Concernant les obligations d'information du public, il s'agit là d'obligations essentiellement techniques qui ne demandent pas l'établissement d'un élément moral. Il devrait uniquement s'agir pour le CMF d'établir que les

---

<sup>683</sup> V. supra p. 241.

<sup>684</sup> L'article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 dispose que « Le Conseil du Marché Financier peut ordonner toute personne de mettre fin aux pratiques contraires à ses règlements lorsque ces pratiques ont pour effet de :

- fausser le fonctionnement du marché ;
- procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché ;
- porter atteinte au principe d'égalité d'information ou de traitement des épargnants ou à leurs intérêts ;
- faire bénéficier les émetteurs et les épargnants des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

Le Conseil du Marché Financier lors d'une réunion de son collège tenue à cet effet, peut, après respect des procédures garantissant les droits de défense, prononcer à l'encontre des auteurs des pratiques ci-dessus visées une amende au profit du Trésor Public qui ne peut excéder 20.000 dinars et lorsque des profits ont été réalisés, cette amende peut atteindre le quintuple du montant des profits réalisés à condition que le montant de l'amende soit fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits tirés de ces manquements. »

contrevenants n'ont pas respecté les obligations réglementaires qui sont mises à leur charge.

Ensuite, le texte de l'article 40 exige aussi de démontrer que le non respect de ces règlements a eu pour effet soit de fausser le fonctionnement du marché soit de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché ou de porter atteinte au principe d'égalité d'information ou de traitement des épargnants ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs et les épargnants des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

Et là aussi la caractérisation de ces éléments peut se faire de manière objective sans la nécessité d'établir une intention coupable.

Au final, il semble, au vu de la rédaction de l'article 40 de loi du 14 novembre 1994, que la diffusion d'une fausse information puisse être sanctionnée par le CMF et ce sans la démonstration d'un élément intentionnel. Il aurait par contre, été préférable pour plus de clarté que le règlement du CMF prévoie une incrimination spécifique relative à la diffusion d'une fausse information qui précise ses critères aussi bien matériel que moral conformément aux standards internationaux.

**503.** En France, dans le cas des manquements à l'obligation d'information du public, est répréhensible, d'après le règlement de l'AMF, le seul fait de communiquer une information inexacte, imprécise ou trompeuse, alors que la loi pénale requiert un élément d'intentionnalité.

La solution n'est pas nouvelle, dans la rédaction du manquement issue du règlement COB n° 98-07, l'élément moral était requis du fait de l'emploi de l'adverbe « sciemment » à propos de la diffusion d'une information inexacte, imprécise ou trompeuse. Cependant, cet adverbe ne figurait pas dans l'alinéa 1 de l'article 3 concernant la seule communication de ces informations et la COB avait eu l'occasion d'affirmer que l'intention coupable n'était pas requise

lors de la communication d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses<sup>685</sup>.

Cette distinction, reprise par le nouvel article 632-1, alinéa 1, du règlement général de l'AMF, conduit ainsi à opérer une distinction entre ce qui relève de la diffusion et ce qui relève de la communication d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses. Or, conformément à ce qui a pu être dégagé par les décisions rendues par la COB, il semble que le critère de la distinction réside dans la qualité de l'auteur de telles divulgations. Ainsi, serait considérée comme « communication » la divulgation d'informations effectuée par les organes de l'émetteur tels que les mandataires sociaux, alors qu'elle serait assimilée à de la « diffusion » lorsqu'elle est le fait d'une personne extérieure à l'émetteur, tel un journaliste<sup>686</sup>.

**505.** Il en résulte que, la caractérisation de ce manquement à l'égard d'un dirigeant social ne devrait pas nécessiter la preuve d'une quelconque intention frauduleuse. Pourtant, l'analyse de la jurisprudence de la commission des sanctions nous indique que l'AMF s'attèle tout de même à indiquer que le dirigeant savait ou ne pouvait ignorer le caractère inexact ou trompeur des informations ainsi diffusées ou communiquées.

Ainsi, dans une décision datée du 8 juillet 2004, à l'occasion d'une communication délivrée sous la responsabilité du président d'une société cotée en bourse. L'AMF n'avait pas l'obligation d'établir la mauvaise foi du dirigeant. Pourtant, il semble que l'AMF a tenu à démontrer que le président avait agi en toute connaissance de cause non seulement parce qu'il ne pouvait pas ignorer que les contrats en cours, sur lesquels étaient fondées les données prévisionnelles, étaient insuffisants pour atteindre les résultats

---

<sup>685</sup> Décision COB, 1<sup>er</sup> juin 1995, Sté Welcom International : Bull. COB n° 292, juin 1995, p. 15, confirmée par la Cour d'appel de Paris, 23 janvier 1996, Bull COB, février 1996, p33, qui juge que l'absence de volonté de dissimulation d'informations est inopérante citées par **Ducouloux-Favard (C) et Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières : délits boursiers-infractions administratives », Op.cit. n°359.

<sup>686</sup> **Dolidon (G)**, Note sous Décision AMF, 8 juillet 2004, X, Bull. Joly Bourse, 01 juin 2004 n° 6, p 749 §7.

annoncés, mais également parce que les commissaires aux comptes l'avaient mis en garde à plusieurs reprises des risques affectant la continuité de l'exploitation. Cette démarche de l'AMF se trouve consacrée par la nouvelle rédaction du manquement issue de l'article 632-1, alinéa 1, du règlement général de l'AMF<sup>687</sup>.

En effet, il semble désormais nécessaire pour l'autorité de régulation, de démontrer que la personne à l'origine des informations fausses ou trompeuses a agi en connaissance de cause ou que, compte tenu de sa qualité, elle ne pouvait ignorer le caractère inexact ou trompeur des informations ainsi diffusées ou communiquées.<sup>688</sup>

**506.** Cette tendance semble se confirmer dans les décisions suivantes de la commission des sanctions de l'AMF.

Ainsi, pour sanctionner le président du directoire d'une société cotée<sup>689</sup>, l'autorité administrative a retenu que celui-ci et la société qu'il représente, savaient ou auraient dû savoir que l'information, concernant des prévisions de chiffre d'affaires, transmise au public par le biais d'un communiqué était inexacte et trompeuse. Pour arriver à cette conclusion, la commission des sanctions semble analyser une combinaison d'éléments qui permettaient déjà à la date de publication du communiqué litigieux de savoir que les prévisions de chiffre d'affaires annoncées ne pouvaient être atteintes.

Dans une décision plus récente datée 17 décembre 2009, la commission des sanctions a pris la peine de caractériser que « M. Max ROMBI (président directeur général de la société ARKOPHARMA) qui était à l'origine des

---

<sup>687</sup> Selon l'article 632-1, alinéa 1, du règlement AMF : « Toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers (*Arrêté du 2 avril 2009*)« ... », y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses. »

<sup>688</sup> **Dolidon (G)**, Décision AMF, 8 juillet 2004, Op.cit. p.749 §7.

<sup>689</sup> Décision de sanction de l'AMF datée du 5 mars 2009, disponible sur le site [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

transactions réalisées sur le titre ARKOPHARMA lors des 12 mois précédant l'OPAS, savait que les informations communiquées au public tant sur le nombre de titres détenus par le concert que sur les transactions réalisées au cours des douze derniers mois par les membres du concert étaient inexactes.»

Cette responsabilité ès qualités du mandataire social s'apparente un peu à celle qu'encourt, en droit pénal, le chef d'entreprise pour les infractions aux règles d'hygiène et de sécurité. À l'instar de ces infractions, qualifiées de "matérielles", le manquement à la bonne information du marché est objectif, de sorte que le dirigeant peut être sanctionné indépendamment du point de savoir s'il a eu, ou non, l'intention de tromper le marché.

La répression repose manifestement sur le même fondement, celui de la présomption de faute du dirigeant, qui se voit ainsi imposer une véritable obligation de résultat<sup>690</sup>.

Cette affirmation étant par ailleurs valable concernant le manquement de manipulation de cours.

## ***2- L'élément moral de la manipulation de cours***

**507.** Les manipulations de cours n'étant pas expressément prévues par le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne, il est difficile de se prononcer sur l'exigence d'un élément moral. D'autant plus, qu'il n'est même pas certain que le CMF puisse sanctionner ce délit, en l'absence d'une disposition expresse de son règlement.

Cette ambiguïté est assurément fâcheuse car elle ne peut que contribuer à empêcher le CMF de réaliser efficacement la mission de protection de l'épargne publique dont il est investi.

---

<sup>690</sup> **Tomasi (M)**, « L'imputation des manquements aux règles de l'autorité des marchés financiers », Banque et Droit, septembre-octobre 2006, p. 41.

**508.** Au contraire, le texte du règlement général de l'AMF est parfaitement clair et participe à une répression efficace du manquement de manipulation de cours.

Car, inversement au délit pénal qui nécessite la constatation d'un dol spécial pour caractériser la manipulation de cours<sup>691</sup>, le règlement général de l'AMF ne fait aucune référence à l'élément intentionnel du manquement de manipulation de cours.

En effet, la simple lecture des textes applicables au manquement, nous amène à estimer qu'il s'agit d'un manquement dit « objectif » où la seule constatation des faits matériels prohibés suffirait à caractériser le manquement reproché.

**509.** Un auteur, fait cependant valoir le fait qu'une manipulation de cours est difficilement concevable sans volonté de la commettre. Force est de constater, remarque-t-il, que la manipulation de cours semble indissociable de l'élément intentionnel qui lui confère sa substance et qui fonde le prononcé d'une sanction. Pour cet auteur, il n'existe pas, par définition, de manipulation « involontaire ».<sup>692</sup>

**510.** Pourtant, la position de la Commission des sanctions de l'AMF paraît différente. Une position affirmée par plusieurs décisions de l'AMF, qui avance que l'imputation du manquement de manipulation de cours ne nécessite pas la caractérisation d'un quelconque élément moral.

Ainsi, la commission des sanctions de l'AMF a affirmé dans une décision en date du 26 janvier 2006 que l'élément intentionnel n'apparaît plus dans la définition de la manipulation de cours issue de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF. Contrairement, à « la formule employée par l'article 3 du

---

<sup>691</sup> V. supra p. 99 ; V. aussi **Capdeville (J-L)**, « Délit de manipulation de cours et engagement de la responsabilité d'une personne morale », Bull. Joly Bourse, 01 mai 2009 n° 3, p. 170.

<sup>692</sup> **Downing (J) et Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. H, 29 janvier 2008, n° 2007/00082, Société Foch Investissements c/ AMF, Bull. Joly Bourse, 01 août 2008 n° 4, p. 282.

règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours - en particulier la référence à l'« objet » des « manœuvres » -... » qui inclut l'exigence d'un élément « moral » ou « intentionnel »<sup>693</sup>.

Par une autre décision datée du 20 décembre 2007, la commission de sanctions de l'AMF réaffirme que le manquement de manipulation de cours ne nécessite pas la preuve d'une intention frauduleuse<sup>694</sup>.

En l'espèce, l'AMF avait rejeté la défense du prévenu qui affirmait qu'il ne voulait pas manipuler le cours du titre, faisant valoir qu'il ignorait sa faible liquidité et l'impact qu'auraient eu ses opérations sur le cours du titre.

Cela étant dit, l'intention des opérateurs constitue un élément d'appréciation des faits et n'est pas sans incidence sur la sanction comme le confirme la décision rapportée.

**511.** La jurisprudence de la commission des sanctions paraît ainsi bien établie. Le manquement de manipulation de cours est caractérisé indépendamment de l'établissement d'un élément moral.

La nouvelle incrimination du manquement de manipulation de cours apparaît ainsi, sur ce point, plus sévère que celle énoncée par le règlement n° 90-04 de la COB. C'est d'ailleurs, la position de la commission des sanctions de l'AMF, qui estime que le nouveau règlement de l'AMF ne présente pas un caractère plus doux que l'ancien règlement n°90-04 de la COB relatif à l'établissement des cours. Elle a ainsi, refusé d'appliquer les dispositions de l'article 631-1 du Règlement général de l'AMF à des faits antérieurs à son entrée en vigueur<sup>695</sup>.

---

<sup>693</sup> Décision AMF du 9 mars 2006, disponible sur [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org).

<sup>694</sup> **Rontchevsky (N)**, Note sous AMF 1<sup>re</sup> sect, 20 décembre 2007, M. A. Nodet, Bull. Joly Bourse, 01 août 2008 n° 4, p. 290.

<sup>695</sup> Décision de sanction de L'AMF datée du 28 février 2008 à l'égard des sociétés PROLOGUE SOFTWARE, S&W ASSOCIES, ERNST & YOUNG AUDIT, EUROLAND FINANCE et de MM. Vincent YOUNG, François SOREL, Christian LEONETTI, Thierry BOUTIN, Jacques ROUVROY, Eric ROUVROY, Marc FIORENTINO, Laurent PFEIFFER, confirmée par un arrêt du 8 avril 2009, la Cour d'appel de Paris. Disponible sur le site de l'AMF [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

**512.** La position de la commission des sanctions, a été critiquée. Des critiques qui avancent qu'en consacrant une telle position, la commission, heurte le bon sens et l'équité. Il est vrai, que la jurisprudence exige l'établissement d'un élément moral pour la caractérisation du manquement de diffusion de fausse information. Un élément moral qui consiste en la preuve de la connaissance du caractère inexact de l'information diffusée<sup>696</sup>. Il paraît difficile d'admettre que cette forme plus grave encore de manipulation de marché qu'est la manipulation de cours puisse être commise involontairement.<sup>697</sup>

**513.** Ces critiques se doivent d'être tempérées, la diffusion de fausse information pouvant se faire effectivement sans connaissance du caractère erroné de l'information. Alors qu'il est difficile, d'avancer, qu'une série d'interventions et d'annulations sur un même titre, puisse être fortuite. D'ailleurs, comme il a déjà été démontré, lorsque la communication d'une information fausse est le fait d'un dirigeant de la société émettrice, l'élément moral exigé est fortement réduit et n'est pas forcément plus développé que celui exigé pour la caractérisation d'un manquement de manipulation de cours<sup>698</sup>.

Car l'autorité administrative sans se référer explicitement à un élément moral, prend tout de même la peine d'énoncer un certain nombre de faits de nature à démontrer que les opérations litigieuses ont été effectuées avec pour seul dessein de faire remonter le cours de clôture<sup>699</sup> ou que les opérations n'avaient « aucune justification économique »<sup>700</sup>.

**514.** Certains auteurs ont déduit de ces considérations que la recherche d'un élément intentionnel est nécessaire à la constatation du manquement de

---

<sup>696</sup> **Rontchevsky (N)**, Note sous C.A. Paris, 1<sup>re</sup> ch., sect. H., 28 juin 2005, M. M. et société Vivendi Universal, RTD com., 2005, spéc. p. 810.

<sup>697</sup> **Downing (J) et Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. H, 29 janvier 2008, n° 2007/00082, Société Foch Investissements c/ AMF, Bull. Joly Bourse, 01 août 2008 n° 4, p. 282.

<sup>698</sup> V. supra p. 268.

<sup>699</sup> **Downing (J) et Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. H, 29 janvier 2008, Op.cit. p. 282.

<sup>700</sup> **Rontchevsky (N)**, Note sous AMF 1<sup>re</sup> sect., 20 déc. 2007, M. A. Nodet, Op.cit. p. 290.

manipulation de cours. Et que sans cette volonté de faire varier le cours, les opérations litigieuses n'auraient pas été en soi contestables<sup>701</sup>.

Il sied néanmoins de ne pas y voir là une véritable recherche d'un élément intentionnel. Car il ne s'agirait là que d'un élément d'appréciation des faits. Dans tous les cas, l'appréciation par l'AMF de l'élément moral du manquement de manipulation de cours, se fait de manière particulièrement laconique.

**515.** Au total, la facilité relative de la caractérisation de l'élément moral des manipulations de marché par l'Autorité des marchés financiers ne fait que confirmer la tendance législative et réglementaire qui prévaut en France : il s'agit de privilégier l'efficacité de l'action de l'autorité de régulation ce qui a entraîné une érosion des critères des manquements boursiers. En Tunisie, la rédaction approximative du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne laisse planer un doute sérieux quant à la capacité du CMF de faire face à ces infractions nocives. Un doute qui ne fait que se confirmer lorsqu'on aborde les conditions d'imputation de ces manquements aux sociétés cotées en bourse et à leurs dirigeants.

---

<sup>701</sup> **Downing (J) et Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. H, 29 janv. 2008, Op.cit. p. 282.

## SECTION II

### UNE IMPUTATION FACILITEE

**516.** La sanction administrative est particulièrement adaptée au marché boursier. Et ce non seulement grâce au fait que les manquements boursiers sont potentiellement plus facilement caractérisables que les délits boursiers. Mais aussi parce que l'imputation des manquements boursiers aux sociétés cotées en bourse et à leurs dirigeants par l'autorité de régulation se révèle de plus en plus aisée. Surement dans le dessein de rendre plus efficace la poursuite des auteurs des entorses à la réglementation des marchés financiers.

Ainsi, imputer un manquement administratif aux sociétés cotées en bourse (**Paragraphe 2**) et à leurs dirigeants (**Paragraphe 1**) devrait se révéler plus facile que de leur imputer un délit boursier.

#### **Paragraphe 1- Aux dirigeants sociaux**

**517.** Il est logique que la responsabilité du dirigeant social pour un manquement à la réglementation boursière puisse être retenue lorsque celui-ci est l'auteur des pratiques prohibées. Mais au-delà de ce cas de figure qui ne prête pas à discussion, le dirigeant d'une société cotée en bourse peut se voir imputer un manquement boursier.

Car en France, l'autorité de régulation ne semble pas se borner à ces cas, où le dirigeant a participé à la commission de l'infraction. L'AMF ne limite pas son pouvoir de sanction à l'égard des dirigeants de l'émetteur au cas où celui-ci participe au manquement.

En Tunisie, l'absence de jurisprudence ne permet pas de se prononcer avec certitude sur la position du Conseil du marché financier concernant la question. Il serait préférable, néanmoins, pour le CMF de réceptionner les solutions retenues par l'AMF. Aucun obstacle ne semble, en effet, empêcher

le CMF de s'aligner sur ces positions qui participent à responsabiliser les dirigeants sociaux et les oblige à s'impliquer plus dans la gestion de la société. En effet, en matière d'information du public, la commission des sanctions de l'AMF semble admettre que les dirigeants puissent se voir imputer le manquement du seul fait de leurs fonctions (**B**). Pour d'autres infractions, une faute simple commise par le dirigeant social est suffisante pour engager sa responsabilité (**A**).

### ***A- Une imputation même en cas de faute simple***

**518.** Retenir la responsabilité des dirigeants d'une société cotée en bourse pour un manquement boursier, ne nécessite pas la démonstration de la commission d'une faute séparable de ses fonctions, comme il en est en matière de responsabilité civile, en France (**1**). Cependant, la sanction administrative du dirigeant d'une société émettrice de valeurs mobilières suppose l'existence d'un texte d'incrimination (**2**).

#### ***1- La non applicabilité de la théorie de la faute séparable des fonctions***

**519.** La mise en œuvre de la responsabilité des dirigeants sociaux, dépend du domaine dans lequel on se place. Selon qu'il s'agisse de retenir la responsabilité civile du dirigeant ou sa responsabilité pénale, les règles d'imputation diffèrent.

Ainsi, en France, si l'on se place sur le terrain du droit civil, la mise en œuvre de la responsabilité du dirigeant social dépendra en partie de la preuve de la commission par le dirigeant d'une faute séparable de ses fonctions<sup>702</sup>.

Il s'agit là, d'une théorie conçue d'une manière prétorienne par la jurisprudence par transposition de la règle traditionnellement applicable aux agents publics, l'exigence d'une faute séparable des fonctions est appliquée depuis l'origine à la mise en jeu de la responsabilité civile des dirigeants de sociétés par les tiers.

---

<sup>702</sup> V. infra p. 410.

Par contre, s'il s'agit d'imputer une infraction pénale à un dirigeant social, cette preuve n'est pas exigée.

**520.** Mais qu'en est-il du « no man's land » des sanctions non pénales au sens strict du terme, c'est-à-dire des sanctions disciplinaires et administratives, en particulier celles que peut mettre en œuvre l'AMF ?

Il faut dire qu'à cet égard les textes sont restés muets. Aucune disposition légale ou réglementaire ne vient préciser les règles d'imputation des manquements administratifs aux dirigeants de personnes morales émettrices.

Dès lors, l'hésitation pouvait être permise quant à leur rattachement. Fallait-il, appliquer les règles qui prévalent en droit civil ou celles qui s'appliquent en matière pénale ?

**521.** Il est revenu à la Cour de cassation, à la suite de la cour d'appel de Paris, de trancher la question, en éclaircissant les conditions dans lesquelles les dirigeants sociaux sont susceptibles de voir leur responsabilité engagée au titre de manquements à la réglementation de l'AMF<sup>703</sup>.

Dans une décision remarquable, qui illustre l'attractivité irrésistible du droit pénal sur la nature et le régime des sanctions administratives en droit boursier, au-delà du seul droit processuel. La Cour d'appel de Paris, a tranché en faveur de l'appartenance des sanctions édictées par les autorités de régulation au giron des sanctions à caractère pénal et par conséquent a appliqué les règles prévalant en droit pénal<sup>704</sup>.

En l'espèce, le dirigeant de la société Kalisto, faisait valoir, « que le principe de la personnalisation des peines interdit à la Commission des opérations de bourse de sanctionner un dirigeant, à titre personnel, en lieu et place de la personne morale émettrice, sans qu'ait été préalablement discutée et constatée à son encontre une « faute distincte de ses obligations à l'égard de sa société et de ses actionnaires ».

---

<sup>703</sup> **Daigre (J-J)**, Note sous Cass. Com., 31 mars. 2004, 03-14991, X c/ COB, Bulletin Joly Bourse, 01 juillet 2004 n° 4, p. 460.

<sup>704</sup> V. notamment au sujet de cet arrêt : **Ducouloux Favard (C)**, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2003 n° 4, p. 427 ; **Auzero (G)**, Bull. Joly Sociétés, 01 juillet 2004 n° 7, p. 982 ; G.P, 13 mai 2004 n° 134, p. 20.

Mais, la Cour se place sur le terrain des sanctions à caractère pénal. Elle constate que la « Commission des opérations de bourse n'est pas saisie d'une action en responsabilité mais décide du bien-fondé d'accusations en matière pénale au sens des dispositions de l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales ».

Elle en tire ensuite les conséquences appropriées en matière d'imputation des manquements administratifs.

Elle décide que, « le prononcé de sanctions pécuniaires à l'égard du dirigeant de la personne morale émettrice n'est pas subordonné à la démonstration d'une faute séparable de ses fonctions ».

**522.** La notion de faute détachable des fonctions se doit donc d'être circonscrite à la seule responsabilité civile. Elle ne peut être étendue ni à la responsabilité pénale ni à l'action en manquement intentée par l'autorité de régulation du marché financier.

En effet, ces actions administratives s'apparentent à des actions répressives. L'autorité administrative étant habilitée à infliger au dirigeant des sanctions qui, « pour être juridiquement des sanctions administratives, peuvent néanmoins être assimilées à des sanctions pénales ». Et c'est ce caractère pénal, au sens large, de la faute reprochée au dirigeant qui prohibe à celui-ci de s'abriter derrière l'écran social. Le dirigeant ne peut donc pas éviter la sanction encourue du fait de l'infraction aux règlements boursiers qu'il a commise, et ce, même si cette infraction a été commise pour le compte et/ou au profit de la personne morale<sup>705</sup>.

**523.** Sur ce point, on ne peut qu'être d'accord avec la vision retenue par la Cour de cassation. En effet, transposer une règle aussi décriée par la doctrine. Un principe qui a abouti à une « irresponsabilité » civile des dirigeants sociaux, ne pouvait qu'inaugurer un nouvel espace d'impunité en offrant une

---

<sup>705</sup>**Auzero (G)**, Note sous Cass. Com., 31 mars 2004, n° 623 FSPBI, X. c/ COB, Bull. Joly Sociétés, 01 juillet 2004 n° 7, p. 982

quasi immunité de fait devant les juridictions administratives aux dirigeants. Cette non applicabilité de la théorie de faute détachable des fonctions, ne peut donc, qu'être saluée.

En Tunisie, l'application de cette solution ne ferait pas de doutes. La théorie de la faute détachable des fonctions n'ayant pas cours en Tunisie et ce que ce soit, en droit pénal ou en droit civil. La mise en œuvre des sanctions administratives à l'égard des dirigeants de sociétés cotées en bourse devrait en conséquence être subordonnée à la démonstration d'une faute simple.

## **2 - La sanction administrative du dirigeant d'un émetteur suppose un texte d'incrimination**

**524.** La mise en œuvre de poursuites administratives à l'égard d'un dirigeant d'une société cotée en bourse pourrait se heurter à une difficulté certaine : l'imputation d'un manquement administratif à un dirigeant social, suppose l'existence d'un texte d'incrimination.

Comme le souligne la chambre commerciale de la Cour de cassation française dans son arrêt du 31 mars 2004<sup>706</sup> à travers le principe ainsi posé, un « dirigeant peut être sanctionné en tant qu'auteur des agissements incriminés lorsque, comme en l'espèce, les règlements en cause le prévoient expressément ».

Une lecture à contrario de cet arrêt nous permet d'affirmer que, si les textes applicables en matière de manquement administratif ne le prévoient pas expressément, les dirigeants agissant dans le cadre de leur fonction pour une personne morale ne peuvent être poursuivies et sanctionnées par l'Autorité des marchés financiers<sup>707</sup>.

**525.** La Cour ajoute une condition à l'imputation des manquements à la réglementation boursière aux dirigeants de la société cotée en bourse. Afin

---

<sup>706</sup> **Daigre (J-J)**, Note sous Cass. Com., 31 mars. 2004, 03-14991, X c/ COB, Op.cit. p. 460.

<sup>707</sup> **Roch (G)**, Note sous C.A. Paris, 28 juin 2005, n° 2005/02268, D. et E. c/ AMF, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2006 n° 1, p. 39.

qu'ils puissent être directement sanctionnés en tant qu'auteurs des agissements incriminés, il faut que les textes prévoient cette possibilité expressément. Cette solution dégagée par la Cour de cassation illustre, encore plus l'attraction qu'exerce l'esprit de la matière pénale sur la matière répressive non pénale. L'autorité administrative se devant de respecter l'exigence qui relève de l'ordre du principe de la légalité des délits et des peines.

**526.** Il convient donc, de procéder au cas par cas, en examinant attentivement les dispositions du règlement général de l'AMF pour déterminer si les obligations qu'elles posent visent non seulement les sociétés émettrices mais aussi leurs dirigeants.

Par exemple, les textes relatifs aux interventions de l'émetteur sur ses propres titres<sup>708</sup>, ou encore de ceux régissant les programmes de rachat de titres admis aux négociations sur un marché réglementé<sup>709</sup>, ne prévoient pas la possibilité d'imputer ces manquements aux dirigeants sociaux des sociétés émettrices.

La commission des sanctions de l'AMF a eu l'occasion de juger que la violation de ces dispositions ne peut donner lieu à sanction qu'à l'encontre du seul émetteur, à l'exclusion de ses dirigeants<sup>710</sup>. Par contre, les dispositions de l'article 222-1 du règlement général de l'AMF, relatives à l'obligation d'information du public par l'émetteur sont également applicables aux dirigeants de ce dernier<sup>711</sup>.

**527.** Si la solution adoptée par la commission des sanctions de l'AMF, ne devrait pas souffrir pas de critiques, sur le strict plan de l'application rigoureuse du texte de ses règlements. Etant appelée à statuer sur le bien-

---

<sup>708</sup> Articles 631-5 et 631-6 du règlement général de l'AMF

<sup>709</sup> Articles 241-1 et suivants du règlement général de l'AMF

<sup>710</sup> Décision AMF, Comm. sanctions, 7 avril 2005, Naf Naf, Rev. AMF n° 15, juin 2005, p. 59.

<sup>711</sup> **Tomasi (M)**, « L'imputation des manquements aux règles de l'autorité des marchés financiers », Banque et Droit, septembre-octobre 2006, p. 41.

fondé de sanctions à caractère pénal, l'autorité administrative se devait de respecter les principes de légalité et personnalité et de la peine. Le fait de traiter de la même manière, un prévenu poursuivi devant une juridiction pénale ou devant une entité ayant la possibilité de prononcer des sanctions administratives est essentiel à la sauvegarde de ses droits fondamentaux.

Par contre, il aurait été préférable de voir la possibilité de mettre en cause les dirigeants des émetteurs pour tous les manquements à la réglementation de l'AMF. Cette disparité de traitement entre les différents manquements n'est pas à même de faciliter la poursuite par l'AMF des manquements à sa réglementation. De même, cette disparité est de nature à freiner l'efficacité de l'action de l'autorité de régulation.

**528.** L'existence d'un texte comparable à l'article L.621-15 II b° du Code monétaire et financier qui prévoit expressément que peuvent être sanctionnés par l'AMF aussi bien les prestataires de services d'investissement que "*les personnes physiques agissant pour leur compte*", expression qui désigne les titulaires d'un mandat social, tels que le président-directeur général et le directeur général délégué. Aurait été une solution permettant de surmonter cette disparité de traitement entre les différents manquements à la réglementation boursière<sup>712</sup>.

**529.** Là encore la situation s'avère plus claire en droit tunisien. Le texte de l'article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 permet au Conseil du marché financier d'ordonner à « toute personne » de mettre fin aux pratiques contraires à ses règlements<sup>713</sup>. Ce texte permet au Conseil de prononcer à

---

<sup>712</sup> **Tomasi (M)**, « L'imputation des manquements aux règles de l'autorité des marchés financiers », Op.cit. p. 41.

<sup>713</sup> Lorsque ces pratiques ont pour effet de :

- fausser le fonctionnement du marché ;
- procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché ;
- porter atteinte au principe d'égalité d'information ou de traitement des épargnants ou à leurs intérêts ;
- faire bénéficier les émetteurs et les épargnants des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

l'encontre « des auteurs » de ces manquements<sup>714</sup> une amende au profit du Trésor Public qui ne peut excéder 20.000 dinars et lorsque des profits ont été réalisés, cette amende peut atteindre le quintuple du montant des profits réalisés à condition que le montant de l'amende soit fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits tirés de ces manquements. Il semble donc que les termes généraux employés par cet article permettent aux CMF de sanctionner les dirigeants des sociétés cotées en bourse dès lors que ceux-ci enfreignent ses règlements.

### ***B- Une imputation « es qualités »***

**530.** Le fait qu'un dirigeant soit sanctionné lorsqu'il participe au manquement d'une manière personnelle et directe coule de source et ne devrait pas soulever de contestations particulières.

C'est ce que confirme fort logiquement la jurisprudence française. Un arrêt de la Cour d'appel de Paris, en estimant que la mise en cause de la personne morale émettrice des titres, n'exclut pas celle de son dirigeant, lequel peut donc être directement sanctionné « en tant qu'auteur des agissements incriminés ... »<sup>715</sup>.

Dans une autre affaire plus récente<sup>716</sup>, la commission des sanctions de l'AMF a adopté la même solution en sanctionnant le président directeur général d'une société émettrice parce que celui-ci était l'auteur du communiqué véhiculant une fausse information. Dans cette affaire, la commission des sanctions retient que la note d'information litigieuse avait été visée par le président directeur général de société et que celui-ci avait déclaré qu'à sa connaissance « les données de la présente note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

---

<sup>714</sup> Lors d'une réunion de son collège tenue à cet effet, après respect des procédures garantissant les droits de défense.

<sup>715</sup> C.A. Paris, 1<sup>ère</sup> Ch. Section H, 1er avril 2003, Bull. COB, mars 2003, n° 377, p. 37 et s; Rapport annuel AMF 2003, p. 162, n° 19.

<sup>716</sup> Décision de sanction de l'AMF 17 décembre 2009, disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/9325\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9325_1.pdf)

Dans une autre décision, la commission des sanctions considère le manquement comme imputable à titre personnel au dirigeant de l'émetteur, « en sa double qualité de Président du Directoire et de responsable de la communication, l'auteur des communiqués reprochés »<sup>717</sup>.

En matière de manipulation de cours, l'AMF a imputé le manquement au président directeur général d'une société qui avait réalisé des ordres fixant le cours de la société qu'il dirige à un niveau anormal et artificiel<sup>718</sup>.

La solution devrait être la même en Tunisie : le dirigeant devrait engager sa responsabilité à partir du moment où il commet lui-même l'infraction à la réglementation boursière.

**531.** Néanmoins, le dirigeant peut engager sa responsabilité même s'il n'est pas l'auteur de l'infraction. Ainsi, en France, plusieurs décisions de sanctions témoignent qu'une communication financière ne satisfaisant pas aux exigences de la réglementation peut être reprochée au dirigeant de l'émetteur. Ainsi, la commission des sanctions a châtié le dirigeant de la société cotée lorsqu'il était, de par ses fonctions, en charge de la communication financière de la société. Il en va ainsi, bien entendu, du président du conseil d'administration, « premier responsable de l'information du public »<sup>719</sup>.

Ainsi, dans sa décision Vivendi Universal datant du 3 novembre 2004<sup>720</sup>, la commission des sanctions, a sanctionné le président directeur général de l'émetteur qui n'était pas lui-même l'auteur de la communication litigieuse. La responsabilité de celui-ci en matière de communication financière ne devant pas souffrir de contestation, la responsabilité de la société et de son dirigeant

---

<sup>717</sup>Décision de sanction de l'AMF 5 mars 2009, disponible sur [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

<sup>718</sup>Décision de la commission des sanctions rendue en matière de manipulation de cours datée du 4 octobre 2005, disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/6431\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6431_1.pdf)

<sup>719</sup> **De Vauplane (H) et Daigre (J-J)**, Note sous COB, 4 Mars 2003, Rubens & Chapellier, Banque et Droit n° 93, Janv.-fév. 2004, p. 33.

<sup>720</sup> **De Vauplane (H) et Daigre (J-J)**, Note sous Décision AMF, Comm. sanctions, 3 novembre 2004, Vivendi Universal, Messier & Hannezo, Banque et Droit, n° 100, mars-avril 2005, p. 20 et s. ; Disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/5649\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/5649_1.pdf) ; Décision AMF, Comm. sanctions, 2 décembre 2004, Bilger & Jaffre, Rev. AMF n° 11, février 2005, p. 121 et s. Dans certaines décisions récentes, la commission des sanctions s'est toutefois attachée à caractériser la participation personnelle du dirigeant poursuivi, ce qui annonce peut-être une évolution de sa jurisprudence, V. notamment Décision AMF, Comm. sanctions, Charoy & Perfect Technologies, Rev. AMF n° 15, Juin 2005, p. 65.

devait donc être engagée et ce indépendamment des délégations de pouvoirs qu'il a pu accorder.

Dans une autre décision, l'autorité de régulation a imputé au président du directoire d'une société cotée, le manquement de communication d'une fausse information, du fait de sa qualité. La commission des sanctions estime qu'en raison de sa qualité, « il aurait dû s'assurer de l'exactitude de l'information délivrée à l'occasion de l'augmentation de capital »<sup>721</sup>.

Il résulte de l'analyse des décisions de sanctions de l'autorité administrative que le président directeur général et les directeurs généraux devraient de manière quasi-automatique se faire imputer la responsabilité d'un manquement à l'obligation d'information.

**532.** Par contre, la commission des sanctions a dans l'affaire Vivendi Universal, sus citée, exclu la responsabilité du directeur général adjoint qui n'était pas lui-même l'auteur du communiqué litigieux.

Mais cette exclusion de la responsabilité des directeurs généraux adjoints ne devrait pas être absolue. Cette décision laisse, en effet, entendre que le directeur général adjoint devrait en effet, se voir imputer le manquement à l'obligation d'information s'« il a personnellement été l'auteur de la communication » ou encore s'il a reçu une délégation en matière de communication financière.

Les directeurs généraux et directeurs généraux délégués, devraient donc supporter la responsabilité d'un communiqué véhiculant une fausse information pour autant qu'ils aient reçu une délégation de pouvoir dans le domaine de la communication financière.

**533.** La responsabilité des administrateurs semble plus vague. Une décision de la commission des sanctions de l'AMF confirmée par la Cour d'appel de Paris<sup>722</sup> est susceptible de nous apporter des éclaircissements sur la question.

---

<sup>721</sup> Décision AMF28 février 2008

<sup>722</sup> Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 29 septembre 2005, disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/6421\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6421_1.pdf). Par arrêt du 4 juillet 2006, la Cour d'appel de Paris a confirmé cette décision.

En l'espèce, l'autorité administrative après avoir classiquement imputé le manquement à l'obligation d'information au président de la société, et à la société cotée que le dirigeant de « toute évidence » engageait. Estime que la responsabilité des membres du conseil d'administration ne peut être engagée tant qu'« il n'est pas démontré qu'ils aient eu le moindre rôle dans la communication incriminée, rien ne permettant d'établir que celle-ci ait été préalablement approuvée en conseil d'administration ».

Les membres du conseil d'administration semblent, donc, ne pouvoir être personnellement mis en cause que s'ils ont, en pleine connaissance de cause, approuvé la diffusion des communiqués incriminés.

**534.** Le dirigeant social, précisément le président directeur général ou le président du directoire semble alors être la cible favorite des sanctions administratives en cas de manquement à l'obligation d'information.

Cette imputation fréquente du manquement au dirigeant a sûrement pour objectif de le responsabiliser. Celui-ci, a intérêt à apporter toutes les diligences nécessaires pour que les informations communiquées par la société qu'il dirige soient précises et exactes. Sinon, il en assumera probablement la responsabilité.

**535.** Mais cette fermeté à l'égard des dirigeants pourrait aussi s'expliquer par la volonté de l'autorité de régulation de ne pas faire des sociétés cotées en bourse, l'unique cible de ces sanctions. La commission sachant pertinemment que les sanctions à l'égard de l'émetteur, pénalisent dans le même temps les victimes de la communication financière incriminée, les investisseurs trompés qui se sont portés acquéreurs d'actions de la société, ou ne s'en sont pas dessaisis à temps<sup>723</sup>.

On constate ainsi que les dirigeants sont, en cette matière, souvent plus lourdement sanctionnés que l'émetteur lui-même. Par exemple, dans la décision Mines de Lucette précitée, le dirigeant social a été condamné à une amende de 10.000 euros alors que la société émettrice a elle été condamnée

---

<sup>723</sup> **Tomasi (M)**, « L'imputation des manquements aux règles de l'autorité des marchés financiers », Op.cit. p. 41.

à une sanction pécuniaire symbolique d'un euro<sup>724</sup>. Dans d'autres cas, il est même arrivé qu'aucune poursuite ne soit diligentée à l'encontre des sociétés cotées en bourse<sup>725</sup>.

**536.** Ces solutions contraignantes pour les dirigeants sociaux semblent pouvoir recevoir application en Tunisie.

En effet, les sanctions pécuniaires énoncées à l'article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 sont applicables,<sup>726</sup> depuis la promulgation de la loi n°2005-96 du 18 octobre 2005, aux présidents, directeurs généraux et aux directeurs généraux et aux présidents des directoires et aux directeurs généraux uniques qui ne respectent pas les obligations de transparence prévues par les articles 3, 3 bis, 3 ter, 3 quater, 3 quinter, 4, 21, 21 bis et 21 ter de la présente loi<sup>727</sup>.

Il apparait par conséquent évident que le législateur tunisien met à la charge des dirigeants la responsabilité de la communication financière. Et lorsque la communication financière de la société cotée ne satisfait pas aux exigences

---

<sup>724</sup> Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 29 septembre 2005, disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/6421\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6421_1.pdf).

<sup>725</sup> Voir par exemple décision AMF, Comm. sanctions, 2 décembre 2004, Bilger & Jaffre; À propos d'une manipulation de cours perpétrée par un dirigeant dans le cadre d'un programme de rachat, voir Décision AMF, Comm. sanctions, 4 octobre 2005, Deveaux & Banque privée Fideuram Wargny, Rev. AMF n° 21, janv. 2006, p. 53 et s.

<sup>726</sup> Article 28 de la loi n°2005-96 du 18 octobre 2005

<sup>727</sup> Ces obligations de transparence incombent aux sociétés faisant appel public à l'épargne et concernent la communication au CMF de documents préalablement à l'assemblée générale ordinaire et à l'assemblée générale extraordinaire, la publication au bulletin officiel du CMF et dans un quotidien paraissant à Tunis de leurs états financiers annuels accompagnés du texte intégral de l'opinion du commissaire aux comptes, la communication au conseil du marché financier et à la bourse des valeurs mobilières de Tunis de documents postérieurement à l'assemblée générale ordinaire, la publication d'informations au bulletin officiel du CMF et dans un quotidien paraissant à Tunis postérieurement à l'assemblée générale ordinaire, de fournir au Conseil du Marché Financier et à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis dans un souci d'information continue du public tous renseignements et documents nécessaires à la négociation ou à l'appréciation de leurs titres dans les conditions fixées par le Règlement Général de la Bourse. De même, ces obligations concernent la communication, par les sociétés dont les titres de capital ou donnant accès au capital admis à la cote de la Bourse, au conseil du marché financier et à la bourse des valeurs mobilières de Tunis, des indicateurs d'activité fixés selon les secteurs. De même que la publication de ces indicateurs au bulletin officiel du conseil du marché financier et dans un quotidien paraissant à Tunis. Ces obligations concernent aussi la communication par ces sociétés, au conseil du marché financier et à la bourse des valeurs mobilières de Tunis, des états financiers intermédiaires accompagnés du rapport intégral du ou des commissaires aux comptes les concernant et de les publier au bulletin officiel du conseil du marché financier et dans un quotidien paraissant à Tunis. Ces obligations concernent aussi, la publication d'états financiers consolidés par les sociétés mères, dont les titres de capital ou donnant accès au capital sont admis à la cote de la Bourse et qui sont à leurs tours des sociétés filiales d'autres sociétés.

de la législation et de la réglementation boursière, c'est le dirigeant qui en est le premier responsable et qui doit en conséquence engager sa responsabilité. Le CMF devrait, de ce fait, pouvoir engager la responsabilité des présidents, directeurs généraux et aux directeurs généraux et aux présidents des directoires et aux directeurs généraux uniques, sans qu'ils aient à établir une faute de leur part. La mise en œuvre des sanctions étant subordonnée uniquement au non-respect des obligations de transparence qui incombent aux sociétés cotées en bourse.

Il reste que la mise en œuvre de la responsabilité des dirigeants n'empêche pas l'imputation des manquements boursiers aux sociétés émettrices.

## **Paragraphe 2- Aux sociétés cotées**

**537.** La sanction administrative est, en Tunisie, la seule sanction répressive que sont susceptibles d'encourir les sociétés cotées en bourse si elles contreviennent aux législations et réglementations boursières.

En effet, le droit tunisien ne reconnaît pas la possibilité de retenir la responsabilité pénale des personnes morales pour des délits boursiers<sup>728</sup>.

La possibilité d'imputer une sanction administrative à une société constituée, de ce fait, un avantage considérable dont jouit le Conseil du marché financier par rapport aux autorités judiciaires tunisiennes (**A**).

**538.** Sans chair et sans os, la personne morale est un être artificiel, un être juridique désincarné, dénué de volonté propre et incapable d'actes matériels d'exécution, la personne morale ne peut commettre elle-même un acte prohibé par la réglementation boursière.

Une question s'impose alors, quelles sont les conditions d'imputation d'un manquement boursier à une société cotée en bourse ?

On a vu qu'en France, lorsqu'il s'agit de retenir la responsabilité pénale d'une société pour un délit boursier. L'infraction doit avoir été commise « pour leur

---

<sup>728</sup> V. supra p. 115.

compte, par leurs organes ou représentants ». Ce sont là les conditions posées par l'article 121-2 du Code pénal.

**539.** Qu'en est-il alors, lorsqu'il s'agit d'imputer des manquements à la réglementation boursière à une personne morale ?

Sur ce point, que ce soit en Tunisie ou en France, on est confronté à un vide législatif. En examinant les dispositions législatives et réglementaires applicables en la matière nous constatons qu'en Tunisie ni la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 ni le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne ne posent les règles d'imputation d'un manquement administratif à une personne morale. Il en est de même en France où, ni le code monétaire et financier ni le règlement général de l'AMF ne donnent de précisions satisfaisantes, sur les conditions dans lesquelles, il est possible d'imputer un manquement à la réglementation de l'AMF à une personne morale.

En effet, les textes examinés se contentent, en France, d'énoncer la possibilité pour l'AMF de retenir la responsabilité de la personne morale. Alors qu'en Tunisie, le Règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne se contente de viser « toute personne » ou « les personnes »<sup>729</sup>. En l'absence de toute jurisprudence émanant du CMF, le recours aux décisions de sanctions de l'AMF s'avère instructif. En effet, la commission des sanctions de l'AMF a, de manière empirique, précisé les conditions dans lesquelles la responsabilité administrative des personnes morales peut être engagée (**B**).

#### **A- Une imputation possible aux sociétés cotées en bourse**

**540.** L'autorité tunisienne de régulation des marchés financiers dispose d'un grand avantage par rapport aux autorités judiciaires : il s'agit de la faculté de sanctionner les personnes morales.

Il est à noter que cette possibilité d'imposer des sanctions à l'égard des sociétés pour des délits boursiers, n'est pas offerte aux autorités judiciaires. Et

---

<sup>729</sup> Il est clairement indiqué à l'article 3 de ce règlement qu'il est entendu par le terme « personne » : « toute personne physique ou toute personne morale ».

ce, en l'absence d'un texte prévoyant la responsabilité pénale des personnes morales en matière d'infractions à la législation boursière<sup>730</sup>.

La sanction administrative prononcée par le Conseil du marché financier apparaît, alors, comme le seul type de sanction répressive applicable aux personnes morales opérant en bourse.

En effet, les articles 47 et suivants du règlement général du CMF relatif à l'appel public à l'épargne, qui ont pour objet de sanctionner les infractions boursières, visent indifféremment toute personne, qu'il s'agisse d'une personne physique ou d'une personne morale.

Ainsi, l'article 47 sus cité interdit aux « personnes », disposant d'une information privilégiée en raison de leur qualité de membres des organes de direction ou d'administration ou de délibération ou de contrôle, d'un émetteur faisant appel public à l'épargne ou en raison des fonctions qu'elles exercent au sein d'un tel émetteur, d'exploiter sur le marché, pour compte propre ou pour compte d'autrui, une telle information soit directement, soit par personne interposée, en achetant ou en vendant des titres de cet émetteur ou des droits liés à ce titre, tant que cette information n'a pas encore été rendue publique. De même, l'alinéa 2 de ce même article dispose que « les personnes » mentionnées au premier alinéa de cet article doivent s'abstenir de communiquer l'information privilégiée à des fins autres ou pour une activité autre que celles en raison desquelles elle est détenue.

Ensuite, l'article 48 dispose que « les personnes » disposant d'une information privilégiée en raison de la préparation et de l'exécution d'une opération financière et les personnes auxquelles a été communiquée une information privilégiée à l'occasion de l'exercice de leurs professions ou de leurs fonctions ne doivent pas exploiter sur le marché, pour leur compte propre ou pour le compte d'autrui, une telle information ni la communiquer à des fins autres ou pour une activité autre que celles en raison desquelles elle est détenue, tant que cette information n'a pas encore été rendue publique.

---

<sup>730</sup> V. supra p. 183.

Aussi, l'article 49 prévoit que « Toute personne » qui, en connaissance de cause, dispose d'une information privilégiée provenant directement ou indirectement d'une personne mentionnée aux deux articles précédents, ne doit pas exploiter, pour son compte propre ou pour le compte d'autrui une telle information sur le marché.

Egalement, l'article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre permet au Conseil du Marché de sanctionner « toute personne » qui contrevient à son règlement<sup>731</sup>.

Et puisque pour l'article 3 du même règlement, le terme personne lorsqu'il est cité dans le cadre de ce règlement désigne indifféremment « toute personne physique ou toute personne morale ».

On peut en déduire que le pouvoir de sanction du CMF s'étend aux personnes physiques et aux personnes morales.

**541.** De la sorte, l'arsenal de sanctions mis à disposition du CMF paraît particulièrement étoffé par rapport aux moyens dont disposent les autorités judiciaires. Certes le dispositif de sanction pourrait être renforcé. D'autres types de sanctions, pourraient être prévus. La sanction édictée par le régulateur grec qui a prévu la possibilité de transférer les sociétés incapables, entre autres, de publier leurs comptes dans les délais légaux, dans une liste spéciale appelée « sociétés cotées sous surveillance », est particulièrement intéressante<sup>732</sup>. L'émetteur subit alors une sanction plutôt en terme d'image et le public est ainsi averti des risques liés à l'information financière associés aux titres de ces sociétés. Il est vrai aussi que le montant des amendes qu'est en mesure d'édicter l'autorité de régulation n'est pas proportionné à la taille des enjeux financiers. Ce montant mériterait sûrement d'être revu à la hausse, si on veut que ces amendes aient un effet dissuasif. Car une amende maximum de 20.000 dinars, lorsque des profits n'ont pas été réalisés, est insignifiante au vu du poids des sociétés cotées en bourse dont le chiffre d'affaires se compte en millions de dinars.

---

<sup>731</sup> V. supra p. 241.

<sup>732</sup>« Etude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie », mai 2002 disponible sur le site : [www.cmf.org.tn](http://www.cmf.org.tn)

**542.** Au final, même si le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne prévoit la possibilité pour le Conseil de sanctionner les sociétés cotées en bourse. On n'y trouve aucune indication sur les conditions qui dirigent l'imputation des manquements à la réglementation boursière aux personnes morales. En l'absence d'une jurisprudence se rapportant à cette thématique émanant du Conseil du marché financier, l'étude de la jurisprudence de l'Autorité des marchés financiers constitue un recours utile permettant de donner des éclaircissements sur le mode d'imputation des manquements à la réglementation boursière aux personnes morales.

### ***B- Des règles d'imputation rigoureuses***

**543.** Poursuivre et sanctionner une personne morale supposeraient qu'on puisse lui reprocher les manquements « matériellement commis dans son intérêt ou pour son compte par des personnes physiques »<sup>733</sup>.

Prenant ses distances avec les principes du droit pénal, la commission des sanctions fait preuve d'une sévérité caractérisée à l'égard des personnes morales.

Celle-ci semble considérer que les manquements administratifs et disciplinaires peuvent être imputés directement aux personnes morales, sans qu'il soit nécessaire au préalable de caractériser la responsabilité d'une personne physique agissant pour son compte (1). La sévérité du principe se trouve néanmoins atténuée par l'exigence d'une faute de la personne morale (2).

---

<sup>733</sup> **Tomasi (M)**, « L'imputation des manquements aux règles de l'autorité des marchés financiers », Op.cit p. 35.

## 1- Une solution rigoureuse...

**544.** Se démarquant des principes prévalant en droit pénal<sup>734</sup> ou en droit civil<sup>735</sup>, la commission des sanctions de l'AMF s'est attelée à construire un régime propre d'imputation des sanctions administratives aux personnes morales.

En effet, la responsabilité pénale de la personne morale émettrice, n'est qu'une responsabilité « par ricochet », indirecte. L'article 121-2 du Code pénal précisant que les personnes morales sont responsables des infractions commises "pour leur compte, par leurs organes ou représentants".

Ainsi, engager la responsabilité pénale de la personne morale suppose que les éléments constitutifs de l'infraction soient caractérisés à l'égard de ces personnes physiques et non pas à l'égard de la personne morale.

De même, en droit civil, généralement, les tiers ne peuvent mettre en cause la responsabilité civile délictuelle d'une personne morale qu'en démontrant la faute de l'un de ses préposés ou représentants, sur le fondement de l'article 1382 alinéa 5 du Code civil<sup>736</sup>.

**545.** Par contre, l'imputation d'une sanction administrative consécutive à un abus de marché, relève d'un mécanisme différent. La COB hier, comme l'AMF aujourd'hui retiennent directement la responsabilité pénale des sociétés émettrices sans forcément caractériser au préalable la faute d'une personne physique (organe ou représentant) agissant pour son compte.

En effet, la jurisprudence de l'autorité de régulation n'est pas nouvelle. Avant même, qu'il ne soit possible de retenir la responsabilité pénale des sociétés pour un délit boursier, la COB condamnait des sociétés sur le fondement du règlement n° 90-08, sans se préoccuper des critères de responsabilité des personnes morales définis par le code pénal. Confortée par la Cour d'appel de

---

<sup>734</sup> V. supra pp. 188 et s.

<sup>735</sup> V. infra pp. 444 et s.

<sup>736</sup> **Tomasi (M)**, « L'imputation des manquements aux règles de l'autorité des marchés financiers », Op.cit. p. 36.

Paris, elle assimile la société à une personne physique en ne faisant aucune allusion dans ses motivations aux mécanismes internes de prise de décision mais en constatant simplement que les opérations litigieuses ont été réalisées par la société<sup>737</sup>. Cette démarche permettait de conserver une clé de répartition des rôles entre les autorités judiciaires et la COB. A cette dernière instance revenait la sanction des personnes morales, évitant ainsi des doubles poursuites qui, pour de multiples raisons, ne sont guère opportunes<sup>738</sup>.

**546.** La position de la commission des sanctions de l'AMF, n'est nullement différente. L'autorité de régulation ne voit pas la nécessité de caractériser d'abord la responsabilité d'une personne physique placée sous son autorité ou agissant pour son compte. D'ailleurs, le fait que dans de nombreuses décisions<sup>739</sup>, la commission des sanctions examine la responsabilité des personnes morales mises en cause avant même celle de la ou des personnes physiques ayant accompli les actes matériels constitutifs du manquement<sup>740</sup>, est particulièrement révélateur.

La Cour de cassation a, de même, estimé qu'une société ne pouvait s'exonérer de sa responsabilité pour des informations inexacts communiquées par son président directeur général<sup>741</sup>. « Etre désincarné, la personne morale, société par actions, est nécessairement engagée par les

---

<sup>737</sup> Décision COB du 17 septembre 1991, affaire *Paris-Bail*, Bull. COB 09/91 (la Compagnie foncière de la Banque d'arbitrage et de crédits a procédé à des achats alors qu'elle bénéficiait d'un accord de principe sur la cession d'un bloc de contrôle à tel prix l'action, l'obligeant à procéder à une garantie de cours) ; Décision COB 1993 et CA Paris, 12 janvier 1994, affaire *Métrologie internationale*, JCP 1994, éd. E, I.363, RJDA 1994.884 (l'un des 4 arrêts rendus dans cette affaire emporte la condamnation d'une société initiée du fait de son directeur général qui représentait la société dans un conseil d'administration) ; Décision COB, 1er mars 1994 et CA Paris, 15 nov. 1994, affaire *Sicma*, Gaz Pal 7 mai 1995, (la société Zodiac avait entrepris une opération de ramassage illicite sur des titres concernés par une OPA qui avait des chances raisonnables d'aboutir) Cités par **Tomasi (M)**, « L'imputation des manquements aux règles de l'autorité des marchés financiers », Op.cit. p. 36.

<sup>738</sup> **Gounot (M E)**, « Essai d'application de l'analyse économique du droit à la réglementation boursière des opérations d'initiés », Rev. de science criminelle 2000 p. 335 §12.

<sup>739</sup> V. par exemple Décision AMF, Commission des sanctions, 7 avril 2005, Naf Naf & M. Pariente, Rev. mensuelle AMF n° 15, Juin 2005, p. 59 ; Décision AMF, Commission des sanctions, 17 Juin 2004, Sté Oxis International, Rev. Mensuelle AMF n° 6, septembre 2004, p. 83 ; Décision COB, 20 octobre 2003, CADIF et autres, Bull. mensuel COB n° 383, Octobre 2003.

<sup>740</sup> **Tomasi (M)**, « L'imputation des manquements aux règles de l'autorité des marchés financiers », Op.cit. p. 36.

<sup>741</sup> **Navarro (J-L)**, Note sous Cass.Com. 19 décembre 2006, *AMF c/ Vivendi*, Rev. sociétés 2007. 335 ; **Lienhard (A)**, D. 2007. AJ. 232.

propos et les actes de ses mandataires sociaux, par application de l'article 1842 du code civil ». <sup>742</sup>

D'ailleurs, la jurisprudence de l'AMF sur ce point est constante. Dans une affaire récente, la commission des sanctions a considéré que le manquement doit être imputé à l'émetteur qui « est, par nature, responsable des informations communiquées en son nom par ses différents représentants légaux » <sup>743</sup>.

La faute propre de la société n'a donc pas à être forcément établie. Le manquement à l'obligation de bonne information du public a un caractère objectif à leur égard doit. L'autorité administrative, incite ainsi les sociétés à faire preuve de prudence et de rigueur <sup>744</sup>.

**547.** Néanmoins, parfois, l'argumentation de la commission des sanctions se rapproche de celle utilisée par les juridictions pénales pour retenir la responsabilité des personnes morales.

Ainsi, dans sa décision datée du 5 juillet 2007, la commission des sanctions de l'AMF se contente pour imputer un manquement de diffusion d'informations inexactes et trompeuses à la société Marionnaud de retenir que les « manquements ont été commis au nom et pour le compte » de la société cotée en bourse.

En l'espèce, la commission des sanctions de l'AMF retient que le PDG de la société Marionnaud a procédé lui-même, et de « sa propre main » à des majorations de taux litigieuses. Elle reconnaît même, qu'« il y a lieu de tenir compte de ce que les manquements commis sont directement liés à la personnalité des anciens dirigeants (...) et à la façon dont [son PDG] concevait son rôle ».

---

<sup>742</sup> **Le Bars (B), Thomasset-Pierre (S)**, « Droit des marchés financiers », D. 2007 p. 2418.

<sup>743</sup> Décision AMF, 28 février 2008.

<sup>744</sup> **Capdeville (J-L)**, Note sous C.A. Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. H, 25 juin 2008, n° 2007/16197, Marionnaud parfumeries SA, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2008 n° 6, p. 484 §20.

D'ailleurs, la Commission a constaté que les nouveaux dirigeants de la société s'étaient séparés des auteurs de l'information trompeuse et avaient pris des mesures pour révéler au public les informations inexacts précédemment diffusées et pour éviter le renouvellement de tels manquements. Il n'en demeure que la Commission n'en a pas retenu de conséquences sur la responsabilité de la société. Ces arguments ne valent que pour fixer le quantum de la sanction financière infligée à la société Marionnaud qui a été fixée à 500.000 euros.<sup>745</sup>

**548.** Cette solution a été confirmée par la Cour d'Appel de Paris. Face à la contestation de la SA Marionnaud, qui avançait qu'un manquement ne peut être imputé qu'à une personne physique, même quand cette dernière a agi dans l'exercice de ses fonctions au nom de la société qu'elle incarne, et qu'en conséquence le manquement ne pouvait pas lui être également imputé.

Les juges parisiens, estiment, que tant qu'il n'est pas désavoué par la personne morale qu'il représente, le mandataire social qui décide ou agit pour l'exercice des prérogatives contenues dans ses fonctions « engage, par ses décisions et ses agissements, la société qui l'a placé à sa tête et qui lui maintient sa confiance ».

Pour la Cour, la Commission des sanctions de l'AMF était donc en droit de retenir la responsabilité de la personne morale émettrice<sup>746</sup>.

Par contre, la mise en cause de la responsabilité de la société émettrice n'est pas totalement automatique. Il est arrivé à la Commission des sanctions de ne pas condamner une société émettrice lorsqu'il a été démontré que celle-ci a

---

<sup>745</sup> **Dezeuze (E), Buge (G)**, Note sous Sanction AMF, 5 juillet 2007, Marionnaud parfumeries, KPMG SA, Cofirec, MM. M. et G. F. et MM. Y. G. et G. C, Bull. Joly Bourse, 01 février 2008 n° 1, p. 46.

<sup>746</sup> **Capdeville (J-L)**, Note sous CA Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. H, 25 juin 2008, n° 2007/16197, Marionnaud parfumeries SA, Op.cit. p. 484 §20.

également été induite en erreur par le dirigeant et qu'elle se trouve, par conséquent, elle aussi victime du manquement<sup>747</sup>.

**549.** La solution consacrée par l'AMF, en matière d'obligation d'information du public, est donc constante et bien établie. Il s'agit là d'une solution conforme à la fois à la lettre de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF qui vise, d'une façon générale, « toute personne » et à la jurisprudence de l'autorité de régulation des marchés financiers qui estime que lorsque le dirigeant a commis un manquement en agissant dans le cadre de ses fonctions, et donc en représentant la société, l'émetteur peut également être sanctionné pour avoir communiqué au marché des informations inexactes<sup>748</sup>.

En matière de manquement à l'obligation d'information du public, cette imputation aux personnes morales, quasi-automatique, n'est pas particulièrement contestable, puisque les sociétés cotées sont, à titre principal, les débitrices de l'obligation d'information du public. Il n'y a donc pas de doute sur le fait qu'il est possible pour l'autorité administrative de cumuler l'imputation d'un manquement à la société cotée et à son dirigeant.

**550.** En matière de manipulation de cours, la solution consacrée par l'autorité de régulation semble être la même.

Ainsi, la Commission des sanctions<sup>749</sup> a imputé le manquement à un émetteur qui était intervenu sur ses propres titres alors qu'il était en possession d'une information privilégiée le concernant, directement sans qu'aucune poursuite n'ait été diligentée à l'encontre d'une personne physique le représentant ou agissant pour son compte.

---

<sup>747</sup> Sanction AMF, 6 avril 2006, Cofidur et M. Murat, citée par **Bouretz (E) et Emery (J-L)**, « Autorité des marchés financiers et Commission bancaire », Ed. Banque, 2008, n° 120.

<sup>748</sup> **Bonneau (Th)**, Note sous Cass. Com., 19 décembre 2006, aff. Vivendi universal, Dr. Soc., 2007, comm. 80 ; **Arsouze (Ch)**, Bull. Joly Sociétés, 2007, p. 580, § 149 ; **Déprez-Graff (A)**, Bull. Joly Bourse, 2007, p. 175, § 27 ; **de Vauplane (H), Daigre (J-J)**, Banque et droit, 2007, n° 112, p. 35.

<sup>749</sup>Décision de sanction de l'AMF datée du 22 janvier 2009, Vinci, disponible sur [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

La violation d'une règle régissant les marchés financiers est donc quasiment toujours imputée à la société cotée en bourse. La jurisprudence de l'autorité de régulation des marchés financiers est constante sur ce point<sup>750</sup>.

**551.** La solution adoptée par l'autorité de régulation a été critiquée. En ce sens, qu'elle consacre une conception « anthropomorphique » de la personne morale. Elle traite comme un être humain, un être désincarné. Elle ignore ainsi le caractère artificiel de la personne morale, et le fait qu'elle ne peut agir qu'au travers d'individus de chair et d'os<sup>751</sup>.

Cependant, cette solution présente des avantages certains, et pourrait trouver justification dans le cadre spécifique du droit boursier.

Des avantages certains, car cette responsabilité quasi « mécanique » de la personne morale contribue à faire gagner l'autorité de régulation en efficacité.

Cette solution est de nature à inciter les émetteurs à exercer une vigilance accrue par la mise en œuvre de procédures et de contrôles appropriés.

Ainsi, en matière de respect de l'obligation de bonne information du public, l'émetteur aura tout intérêt à vérifier scrupuleusement l'information diffusée en son nom.

**552.** La solution retenue par l'AMF est d'autant plus intéressante, qu'elle ne devrait pas souffrir de contestation sur le plan strictement juridique. Celle-ci pouvant trouver justification dans le fait que les acteurs du marché financier sont dans leur grande majorité des personnes morales. Et les règles régissant le fonctionnement des marchés boursiers, s'adressent en premier lieu à ces entités désincarnées. Les sociétés cotées en bourse, sont ainsi les premières destinataires des obligations d'information du public. Pour ce qui est de la manipulation de cours, l'obligation faite de s'abstenir d'opérer sur ses propres titres s'adresse également à la personne morale.

---

<sup>750</sup>A de rares exceptions près, voir par exemple AMF, Commission des sanctions, 2e section, 23 novembre 2005, Stés Exane et Eurazeo, MM. Philippe Guillot, Bertrand d'Espouy, Mark Holland, Emmanuel Sasson et Bruno Keller., Rev. Mensuelle AMF, novembre 2005, n° 19, p. 99.

<sup>751</sup>**Tomasi (M)**, « L'imputation des manquements aux règles de l'autorité des marchés financiers », Op.cit. p. 36.

A partir de là, considérer, à l'instar du droit pénal, que la responsabilité de la personne morale est accessoire à la responsabilité des personnes physiques agissant pour son compte, serait renverser la perspective légale. De même, faire de la personne morale un responsable "*par ricochet*" du non-respect d'une obligation qui est sienne en premier lieu serait artificiel.

D'autre part, puisque le rôle de l'élément moral s'avère particulièrement réduit dans l'imputation des manquements à la réglementation de l'AMF, le principal argument qui plaide en défaveur d'une imputation directe des manquements boursiers à une société, celui tiré de l'absence chez ces dernières de volonté propre, se trouve inopérant.

**553.** Les principales règles imposées par l'autorité administrative, prescrivent des comportements objectifs aux différents protagonistes des marchés boursiers. Il n'est donc pas nécessaire, dans la plupart des cas, d'établir une quelconque intention dolosive pour caractériser un manquement à ces règlements<sup>752</sup>. A cet égard le droit pénal n'exerce plus son irrésistible attraction sur la jurisprudence de la commission des sanctions de l'AMF. Celle-ci, pragmatique utilise des procédés différents par rapport à ceux employés par les juridictions pénales.

Alors que les condamnations des personnes morales en droit pénal boursier s'avèrent très rares. Ces condamnations sont légion lorsqu'il s'agit de sanctions administratives.

**554.** Pourtant, cette imputation mécanique, de par justement, cette automaticité dans l'imputation, ne peut que soulever certaines interrogations.

Car, reprocher systématiquement les manquements aux sociétés émettrices peut s'avérer nocif. Surtout que ces sanctions touchent le patrimoine de la société et par-delà ces sociétés leurs actionnaires et leurs salariés, qui sont pourtant les premières victimes de l'infraction aux règlements régissant les marchés financiers.

---

<sup>752</sup> Ibid.

En fin de compte, bien que contribuant à l'efficacité de l'action de l'Autorité des marchés financiers, l'imputation directe des manquements boursiers aux sociétés peut s'avérer injuste. C'est pour cela que la Commission des sanctions atténue la rigueur de la solution par une prise en compte des circonstances d'espèce pour moduler le montant de la sanction prononcée.

## **2- ... Mais atténuée**

**555.** On l'a dit retenir la responsabilité administrative des sociétés émettrices de manière automatique, est de nature à créer des situations où la société devra injustement supporter le poids d'une sanction pécuniaire. Une telle responsabilité mécanique devrait d'ailleurs se révéler contraire au principe de la personnalité des peines.

Il est vrai que l'on ne peut concevoir, par exemple, qu'un salarié d'une société cotée puisse engager la responsabilité de son employeur lorsqu'il commet un manquement à la réglementation de l'AMF, dans son intérêt personnel.

**556.** C'est sûrement pour cela que l'Autorité des Marchés Financiers, prend la peine d'atténuer la rigueur de la solution qu'elle a retenue en prenant en compte les circonstances de chaque espèce.

Les règles d'imputation de la responsabilité des émetteurs pour manquement à la réglementation boursière étant la résultante d'une construction empirique de l'Autorité des Marchés Financiers<sup>753</sup>. L'analyse de sa jurisprudence devrait nous éclairer sur la manière dont l'autorité régulatrice atténue la rigueur d'une imputation systématique des manquements administratifs aux sociétés émettrices.

Cette analyse nous apprend que lorsque le manquement est l'œuvre du dirigeant de la société émettrice, celle-ci a peu de chances d'éviter la sanction.

---

<sup>753</sup>Tomasi (M), Op.cit. p. 37.

**557.** Ainsi, la Cour de cassation a désavoué la Cour d'appel de Paris qui avait considéré que les déclarations du dirigeant, lors de l'assemblée générale des actionnaires en cause, ne pouvaient être imputées à la société.

Les magistrats parisiens semblaient pourtant être influencés par l'exigence faite, par le nouveau règlement de l'AMF, de caractériser un élément intentionnel dans la communication de fausses informations. Ce dont les juges auraient déduit que la société n'était pas engagée par les déclarations de son président, non avalisées par le conseil d'administration, qu'elle ne pouvait pas prévoir.

Mais la Cour de cassation s'est rangé du côté de l'avis de la commission des sanctions de l'AMF. C'est sur le fondement de l'article 1842 du code civil qu'intervient la cassation, c'est-à-dire en considération de la théorie de la personne morale, dont le dirigeant est le représentant légal.

Cet arrêt du 19 décembre 2006 énonce clairement que: « le dirigeant agissant dans l'exercice de ses fonctions incarne la société au nom et pour le compte de laquelle il s'exprime »<sup>754</sup>.

**558.** La solution semble donc admise. D'ailleurs, un grand nombre d'espèces confirment cette prise de position. Ainsi, la commission des sanctions a imputé le manquement à l'obligation d'information du public à des sociétés cotées en bourse dont les présidents, qui étaient directement responsables de la communication financière, avaient attesté de la sincérité des comptes<sup>755</sup>.

De même, la responsabilité d'une société cotée en bourse a été retenue au titre d'une manipulation de cours commise par un préposé, lequel disposait

---

<sup>754</sup>Décision AMF, 3 novembre 2004, disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/5649\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/5649_1.pdf), partiellement confirmé par CA Paris, 28 juin 2005 et approuvé par Cass.com 19 décembre 2006.

<sup>755</sup> Décision AMF, Commission des sanctions, 29 Septembre 2005, MM. Jérôme Lesaffre, Alain Floch, Didier Husson, Gilles Chavanac, Société Mines de la Lucette, Rev. AMF n° 21, janv. 2006, p. 45 ; Décision AMF, 7 avril 2005, Naf Naf, Revue mensuelle AMF, n° 15, Juin 2005, p. 59.

pourtant d'une « large autonomie opérationnelle », au motif que ce dernier avait agi sous l'autorité d'un administrateur<sup>756</sup>.

**559.** Il reste cependant que la possibilité pour une société cotée d'exonérer sa responsabilité lorsqu'un manquement a été commis par un de ses dirigeants n'est pas tout à fait impossible.

Dans une espèce fort intéressante, une société s'est vue mise hors de cause par la Commission des sanctions de l'AMF au motif qu'il n'a pu être établi avec certitude que cette dernière avait eu accès à la convention litigieuse qui rendait inexacts les informations comptables diffusées dans le public, celle-ci ayant pu être dissimulée à son égard par le fondateur de l'entreprise. C'est l'existence de « *ce léger doute* », selon l'expression retenue par l'AMF, qui doit profiter à la société<sup>757</sup>.

Il est vrai que cette espèce est particulière, en ce sens que la société a été autant trompée que les investisseurs. Cela fait sûrement que toute généralisation de la solution, de notre part, se révélerait douteuse. On est tout de même en droit d'avancer qu'il semble que l'autorité de régulation écarte la responsabilité des émetteurs lorsque les manquements sont commis par leurs dirigeants, non pas dans l'intérêt de la société, mais en considération de motifs personnels, se plaçant ainsi en dehors du cadre normal de leurs fonctions.

**560.** On ne peut qu'adhérer à une telle démarche de la part de la commission des sanctions. En adoptant une telle solution, l'autorité administrative procéderait d'une manière qui respecterait le sacro-saint principe de la personnalité des peines. Cependant, il aurait été apprécié que l'autorité régulatrice énonce de manière claire un tel principe afin d'épargner les émetteurs, leurs actionnaires et leurs salariés des effets pervers inhérents aux sanctions qui touchent la personne morale<sup>758</sup>.

---

<sup>756</sup> Décision AMF, Commission des sanctions, 23 novembre 2005, sociétés Exane et Eurazeo, MM. Philippe Guillot, Bertrand d'Espouy, Mark Holland, Emmanuel Sasson et Bruno Keller, Rev. Mensuelle AMF n° 19, novembre 2005, p. 99.

<sup>757</sup> **De Vauplane (H) et Bornet (J-P)**, Sanction AMF, décision du 6 janvier 2005, Banque et Droit n° 100 – mars-avril 2005 p. 25.

<sup>758</sup> Ibid.

**561.** D'autre part, même si elle retient quasi-systématiquement la responsabilité de la société émettrice lorsque le manquement a été commis par son dirigeant. La commission des sanctions semble, par contre moduler les sanctions en fonction du degré d'implication des sociétés cotées dans la commission de l'infraction.

Ainsi, dans une décision de sanction<sup>759</sup>, l'autorité régulatrice tout en retenant la responsabilité de la société émettrice, pour un manquement à l'obligation d'information du public, commis par son président. Se contente de lui infliger une sanction symbolique d'un euro. L'infraction n'ayant généré aucun profit pour la société ni causé de préjudice à quiconque.

Dans une autre décision<sup>760</sup> confirmée par la Cour d'appel de Paris<sup>761</sup>, la commission des sanctions de l'AMF a accepté de moduler le montant de la sanction infligée à une société cotée.

En l'espèce, Marionnaud faisait valoir que si une sanction devait être prononcée à son encontre, celle-ci ne pourrait être que symbolique dès lors que les manquements commis étaient directement liés à la personnalité de son président directeur général et que la société, loin d'en avoir retiré un quelconque profit, en a été au contraire l'une des premières victimes, ayant été conduite au bord de la faillite dont elle ne s'est préservée qu'au prix d'une augmentation de capital de 800 millions d'euros et ayant supporté, outre un préjudice d'image, plus de 20 millions d'euros d'impôts indus.

La commission des sanctions semble en avoir tenu compte de l'ensemble de ces éléments et aussi des mesures prises par les nouveaux dirigeants pour prévenir le renouvellement de tels manquements en fixant la sanction

---

<sup>759</sup>Décision de la commission des sanctions de l'AMF datée du 29 septembre 2005, disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/6421\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6421_1.pdf)

<sup>760</sup>Décision AMF, Commission des sanctions, 5 juillet 2007, à l'égard de la société MARIONNAUD PARFUMERIES, KPMG SA, et MM. Marcel FRYDMAN, Gérald FRYDMAN, Yves GOUHIR, décision n° 17, p. 168 à 179 du recueil des décisions 2007.

<sup>761</sup> **Capdeville (J-L)**, Note sous C.A. Paris 1<sup>ère</sup> ch. sect. H, 25 juin 2008, n° 2007/16197, Marionnaud parfumeries SA, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2008 n° 6, p. 484 §20.

prononcée contre la société en retenant un montant deux fois inférieur à celui de la sanction frappant son dirigeant. Au final, le montant de la sanction infligée n'est pas tout à fait symbolique (500.000 euros d'amende à l'égard de la société et 1.000.000 d'euros à l'égard de son président directeur général) mais n'est sûrement pas de nature à mettre en péril la santé financière d'une société de cette taille.

**562.** Une dernière question mérite qu'on s'y attarde : qu'en est-il de l'imputation d'un manquement administratif à une personne morale après une scission ou fusion ?

Dès lors qu'il s'agit d'une procédure répressive, la disparition de la personne poursuivie signifie l'extinction de l'action publique. En effet, avec la disparition de la personnalité cesse en principe la capacité pour elle de défendre sur ces actions. Il n'est même pas possible de reprendre celles-ci à l'encontre des successibles, à raison de la règle de personnalité des poursuites et des peines.

Cela signifie que le principe général de la personnalité des poursuites et des peines prohibe à la commission des sanctions de l'AMF de condamner une personne morale qui n'est pas l'auteur du manquement à la réglementation boursière.

**563.** Ce principe suscite toutefois des difficultés d'application en cas de fusion ou de scission. En effet, il s'agit là d'opérations qui maintiennent la réalité économique de l'entreprise, la dissolution de la société ne s'accompagnant d'aucune liquidation. Faut-il s'arrêter à la disparition de la personnalité de la société absorbée ou scindée, pour en déduire que les poursuites cessent, le défendeur n'existant plus, ou faut-il considérer cette permanence de

l'entreprise à travers la fusion ou la scission et maintenir l'action répressive  
?762

**564.** Ces difficultés d'application se traduisent d'ailleurs par une divergence entre la jurisprudence de la Cour de Cassation et celle du Conseil d'Etat.

En effet, la Cour de Cassation estime que le principe général de la personnalité des poursuites et des peines s'oppose à ce que soit imputé le manquement d'une société absorbée à la société absorbante.

La position adoptée par la chambre commerciale<sup>763</sup> de la Cour de cassation, est d'une « parfaite orthodoxie » au regard des principes qui gouvernent le système répressif français, comme des règles qui régissent le droit en matière de fusion – scission<sup>764</sup>.

**565.** La chambre commerciale de la Cour de Cassation, a approuvé l'annulation par la Cour d'appel de Paris<sup>765</sup>, de vingt-et-une décisions de sanctions prononcées par la COB à l'encontre des sept sociétés issues de la scission de la société CIP<sup>766</sup>.

La COB avait infligé des sanctions pécuniaires à ces sept sociétés en raison de pratiques contraires à son règlement n° 90-02 commises par la société scindée avant sa dissolution. Pour justifier cette solution, la COB avait affirmé que « le principe de la personnalité des peines, à supposer qu'il s'applique à des sanctions administratives de nature exclusivement pécuniaire et prononcées à l'encontre de personnes morales ne fait pas obstacle à ce que soit considérée comme l'auteur des faits poursuivis une entreprise issue de la

---

<sup>762</sup> **Vinckel (F)**, « La capacité des sociétés et le droit au procès équitable », Bull/ Joly Sociétés, 01 février 2002 n° 2, p. 192.

<sup>763</sup> **Vatel (D)**, Note sous Cass. Com., 15 juin 1999, Rev. sociétés 1999 p. 844.

<sup>764</sup> **Barbieri (J-F)**, « Incidence d'une fusion : divergences sur l'imputabilité des sanctions financières applicables au comportement de la société absorbée », L.P.A., 27 avril 2001 n° 84, p. 15.

<sup>765</sup> **Couret (A)**, Note sous C.A. Paris, 14 mai 1997, J.C.P., éd. E. 1997. II. 973 ; **Rontchevsky (N)**, Bull. Joly Bourse 1997, p. 646 ; **Hovasse (H)**, Dr. Soc. 1997, comm. 146 ; **Le Nabasque (H)**, Rev. sociétés 1997 p.827.

<sup>766</sup> **Rontchevsky (N)**, Note sous décision COB, 12 septembre 1996, Société Anjou Services (Cidotel-Libertel), Bull. Joly Bourse, 1997, p. 379, § 42.

scission de la société à laquelle ces pratiques sont matériellement imputables et qui assure la continuité économique de l'entité préexistante »<sup>767</sup>.

Cependant, la position des magistrats de la Cour d'appel de Paris, fût différente. Ceux-ci déduisent des dispositions de l'ordonnance du 28 septembre 1967 et du règlement COB n°90-02 que seul peut être poursuivi l'auteur d'un manquement au règlement général de la COB. Ils y voient une saine application du principe général de la personnalité des poursuites et des sanctions qui est consacré par l'article 6 de la Convention européenne des Droits de l'Homme.

La décision des magistrats parisiens a été confortée par la Chambre commerciale de la Cour de cassation<sup>768</sup> qui a affirmé que le principe de la personnalité des poursuites et des sanctions s'oppose, dans le cadre d'une opération de scission, à ce que la C.O.B. prononce une sanction pécuniaire contre une personne autre que l'auteur du manquement<sup>769</sup>.

**566.** Cette position de la Cour de cassation, peut paraître conforme à la position de la Cour européenne des droits de l'homme, qui estime que les peines administratives à caractère fortement répressif, comme le sont celles que prononcent l'AMF, doivent respecter les grands principes des droits de l'homme et notamment la personnalité de la peine. Néanmoins, cette position est de nature à compliquer l'exercice par l'AMF de son pouvoir de sanction et d'en limiter l'efficacité. On peut même penser qu'une société pourra recourir à une fusion ou une scission afin d'échapper à la sanction de l'autorité de régulation.

---

<sup>767</sup> **Rontchevsky (N)**, note sous C.A. Paris, 14 mai 1997, SNC Compagnie générale d'immobilier George V et autres c/Agent judiciaire du Trésor, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 1997 n° 4, p. 646.

<sup>768</sup> Cass. com, 15 juin 1999, no 97-16.439. Recueil G.P. 1999, panor. Cass. p. 21.

<sup>769</sup> **Lafortune (M-A)**, « Les autorités indépendantes de régulation à l'épreuve des principes processuels fondamentaux dans l'exercice de leur pouvoir de sanction des manquements aux règlements du marché économique, financier et boursier », G.P., 25 septembre 2001 n° 268, p. 12.

**567.** Par contre, la solution adoptée par le Conseil d'Etat, en matière de sanctions disciplinaires, et qui contredit la position prise par la Cour de cassation, nous paraît intéressante.

Le Conseil d'Etat a, dans une décision du 22 novembre 2000<sup>770</sup>, opéré une distinction selon la nature de la peine. Il a considéré le caractère très personnel du blâme et déduit que la société « Crédit agricole Indosuez Chevreuse » n'était « pas fondée à demander l'annulation de la décision du 27 janvier 1999 du Conseil des marchés financiers qu'en tant qu'elle lui a infligé un blâme ». A contrario, la sanction pécuniaire, que le Conseil d'Etat n'a pas considéré comme excessive, s'applique à la société absorbante. Cette solution est pertinente car la peine pécuniaire, dans ce contexte, s'applique à l'entité économique, laquelle a tiré profit de l'infraction et subsiste après transformation.

**568.** Au final, l'étude de la responsabilité administrative des dirigeants des sociétés cotées et de leurs dirigeants confirme l'adaptation de ce type de responsabilité au monde évolutif et instable des marchés financiers. Malgré des différences notables entre droits tunisien et français, les conditions de mise en œuvre de la responsabilité des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants sont favorables aux autorités administratives chargées du contrôle de ces marchés. Des conditions qui sont de toute façon plus aisément caractérisables que les conditions nécessaires à l'imputation des sanctions pénales.

A partir de cette constatation, une question s'impose : ces autorités ont-elles usé des larges prérogatives dont elles disposent de la meilleure des façons ? Qu'en est-il de l'efficacité de l'action de ces autorités ?

---

<sup>770</sup> **Boizard (M)**, Note sous CE, 22 nov. 2000, Crédit agricole Indosuez Chevreuse, RJDA 2001, no 3, n° 10.

## CHAPITRE II

### UNE RESPONSABILITE EFFICACE

**569.** La farouche concurrence que se livrent les différentes places financières pour attirer les investissements étrangers ne laisse que peu de choix aux législateurs. Se doter d'une autorité de régulation des marchés efficace capable de contrôler le marché boursier et d'assurer l'égalité entre les investisseurs ; ou risquer de voir ces investissements partir sous d'autres cieux.

**570.** L'efficacité est, donc, au centre des préoccupations de toute autorité de régulation des marchés financiers. C'est au nom de l'efficacité que ces autorités administratives ont été dotées d'un pouvoir de sanction. C'est dans ce même souci d'efficacité que ce pouvoir s'est développé et s'est affiné au fil des années.

Dans un contexte international ultra concurrentiel, la Tunisie n'avait d'autre choix que de suivre cette tendance et de se doter d'une autorité de régulation forte, capable d'imposer transparence, sécurité et intégrité au sein de ses marchés.

Il s'agit là, d'un préalable pour un marché qui entend attirer des investissements étrangers, restés faibles jusqu'à présent<sup>771</sup>. Car un marché financier ne peut bien fonctionner, sans une régulation intelligente, sans une autorité qui donne confiance<sup>772</sup>. Il s'agit là d'une certitude, l'autorité de régulation se doit de remplir son rôle de manière adéquate.

**571.** Dans cette optique de renforcement de l'efficacité de leur action, les autorités administratives de contrôle des marchés ont été dotées, que ce soit

---

<sup>771</sup>D'ailleurs, la participation étrangère à la capitalisation de la Bourse des Valeurs mobilières de Tunis a baissé. De 28% en 2007, elle est passée à 20% en 2010. Voir Ben Brahim F, « Tunisie : Quelle perspective 2010-2011 pour la bourse de Tunis? », Disponible sur <http://www.webmanagercenter.com/management/article-95721-tunisie-quelle-perspective-2010-2011-pour-la-bourse-de-tunis>

<sup>772</sup> Prada M, Entretien, L'économiste Maghrébin, N°472 21 mai- 4 juin 2007, p 26.

en Tunisie ou en France, de larges prérogatives (**Section 1**). Néanmoins, pour des considérations qui seront développées ultérieurement, l'efficacité des autorités administratives tunisienne et française s'avère inégale (**Section 2**).

## SECTION I

### DE LARGES PREROGATIVES

**572.** Pour mener à bien les missions dont elles sont investies<sup>773</sup>, les autorités administratives tunisienne et française ont été dotées de moyens adéquats : Ainsi, ces autorités disposent de la faculté de prononcer des sanctions administratives, telles que l'amende, publication des décisions de sanctions ou prononcé de l'ineffectivité de certaines clauses contractuelles. Un autre élément confère à la sanction administrative plus d'efficacité qu'à la sanction pénale : la procédure administrative de sanction est sensiblement plus rapide que la procédure pénale (**Paragraphe 1**).

Des moyens qui sont censés permettre aux autorités administratives de sanctionner plus efficacement les atteintes à la réglementation boursière que les autorités judiciaires. La procédure de sanction administrative peut s'avérer, ainsi, d'une efficacité redoutable dans la sanction des manquements à la législation boursière (**Paragraphe 2**).

#### **Paragraphe 1 : Des moyens adéquats**

**573.** Le Conseil du marché financier en Tunisie et l'Autorité des marchés financiers en France, disposent de larges pouvoirs (**A**). Néanmoins, alors que les prérogatives du Conseil du marché financier n'ont que très peu évolué

---

<sup>773</sup> Le Conseil a pour mission de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières. Il est chargé d'assurer l'organisation des marchés et de veiller à leur bon fonctionnement afin de prévenir les manipulations susceptibles d'en entraver le bon fonctionnement. Il est également chargé du contrôle de l'information financière et de la sanction des manquements ou infractions à la réglementation en vigueur.

depuis la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 ; l'Autorité des marchés financiers, a régulièrement réclamé l'élargissement de ses pouvoirs. Toujours dans un souci d'efficacité, le législateur a, à plusieurs reprises, cédé aux revendications de l'AMF et l'a progressivement doté de nouveaux pouvoirs. Et les prérogatives de l'AMF sont encore susceptibles d'être renforcés. Ces pouvoirs sont donc en constante évolution (**B**).

#### **A- De larges pouvoirs**

**574.** Le Conseil du marché financier est mis dans une position particulièrement avantageuse par le législateur ; car la quasi-totalité des informations publiées par les sociétés faisant appel public à l'épargne doivent lui être communiquées. D'ailleurs, ce droit de communication a été renforcé par la loi du 18 octobre 2005.

Dès lors, informations relatives aux prospectus d'émission, informations relatives à l'assemblée générale ordinaire, données relatives aux assemblées générales extra ordinaires, rapports des commissaires aux comptes, états financiers annuels<sup>774</sup> ... doivent être communiqués au Conseil.

**575.** L'autorité administrative se trouve ainsi dans une position idéale, censée lui permettre d'agir aussi bien, à priori, afin d'empêcher les atteintes au marché qu'à postériori, afin de châtier les abus de marché.

---

<sup>774</sup> Ainsi, aux termes des articles 3, 3 bis, 3 ter, 3 quater, 3 quinter, 3 sexis et 4 de la loi du 14 novembre 1994, tels que modifiés et insérés par la loi n°2005-96 du 18 octobre 2005, les sociétés faisant appel public à l'épargne doivent transmettre les informations dont elles sont débitrices au CMF :

- L'information préalable à l'AGO doit être communiquée au CMF 15 jours de Bourse avant la tenue de l'AGO. L'information qui y est postérieure, doit quant à elle lui être communiquée au plus tard 4 jours ouvrables après la tenue de l'AGO.
- L'information préalable à l'AGE doit être communiquée au CMF à partir de la date de convocation de l'AGE. L'information qui y est postérieure doit lui être communiquée dès son adoption.
- Les états financiers provisoires des sociétés cotées doivent être communiqués au CMF un mois après la fin de chaque semestre couru de l'exercice.
- L'information préalable à l'émission de valeurs mobilières, à l'introduction en Bourse ou à une offre publique, doit être communiquée au CMF avant sa diffusion dans le public.
- L'information lors des franchissements des seuils de participation doit lui être communiquée dans les 15 jours à compter du franchissement du seuil.
- L'information permanente doit lui être communiquée avant sa diffusion dans le public.

Il est vrai qu'une régulation intelligente suppose une capacité à anticiper les atteintes au marché et à empêcher leur survenance. C'est pour cela que le travail du Conseil du marché financier ne repose pas uniquement sur la sanction. A cet égard, le Conseil dispose de prérogatives lui permettant de prévenir les atteintes à la sécurité des marchés financiers.

**576.** Dans certains cas, le CMF peut agir préventivement dans l'objectif d'empêcher la diffusion des informations financières non-conformes à la réglementation.

En effet, les dispositions de l'article 2 de la loi du 14 novembre 1994, exige la publication d'un prospectus destiné à l'information du public<sup>775</sup> préalablement à toute émission de valeurs mobilières ou de produits financiers par appel public à l'épargne<sup>776</sup>.

Il s'agit là d'une exigence qu'on retrouve aussi à l'article 6 du règlement général du CMF relatif à l'appel public à l'épargne.

Un projet de prospectus d'émission est alors soumis pour visa au Conseil du Marché Financier qui indique, le cas échéant, les énonciations à modifier et les informations complémentaires à ajouter. <sup>777</sup>

Le Conseil du Marché Financier peut alors demander de modifier ou de supprimer certaines énonciations ou encore exiger l'ajout d'informations complémentaires. Il peut même demander le cas échéant, toute explication et justification.

Lorsque la société ne satisfait pas à la demande, le visa est refusé<sup>778</sup> et l'opération s'en retrouve bloquée. Et les dirigeants sociaux s'exposent à des sanctions consistant en une amende allant de 500 à 2.000 dinars s'ils émettent sciemment, proposent à la souscription ou mettent en vente des

---

<sup>775</sup> Selon l'article 7 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne : « Le prospectus doit comprendre toutes les informations nécessaires au public pour fonder son jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les performances, l'évolution de la situation financière et les perspectives de l'émetteur, ainsi que sur les droits attachés aux titres ».

<sup>776</sup> Ce prospectus porte notamment sur l'organisation de la société ou de l'organisme, sa situation financière et l'évolution de son activité ainsi que les caractéristiques et l'objet du titre ou du produit émis.

<sup>777</sup> Article 21 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne

<sup>778</sup> Article 9 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne

valeurs mobilières ou produits financiers de sociétés faisant appel public à l'épargne sans avoir satisfait aux obligations édictées par l'article 2 de la loi du 14 novembre 1994<sup>779</sup>.

Ainsi, s'il s'agit d'une information préalable à une opération financière (information préalable à l'émission de valeurs mobilières, à l'introduction en Bourse ou à une offre publique), le CMF pourra empêcher la diffusion de l'information en refusant de viser le prospectus empêchant ainsi l'opération.

Ce mécanisme est donc capable d'empêcher la diffusion de fausses informations dès lors qu'il s'agit d'informations préalables à une opération financière.

**577.** En outre, le Conseil dispose d'un pouvoir d'injonction lui permettant de corriger les informations inexactes déjà publiées par les sociétés cotées en bourse.

En effet, afin de corriger les informations publiées qui ne seraient pas compatibles avec la législation boursière. Ou encore en vue de faire cesser les agissements entravant le bon fonctionnement du marché financier, le Conseil se doit d'émettre des injonctions. Ainsi, l'article 32 de la loi du 14 novembre 1994 lui impose d'ordonner aux sociétés faisant appel public à l'épargne de procéder à des publications rectificatives dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été relevées dans les documents publiés. De même, le conseil se doit de porter à la connaissance du public les observations qu'il a faites aux dites personnes et les informations dont la publication lui paraît nécessaire.

**578.** De même, l'article 40 de la loi du 14 novembre 1994 donne au Conseil la possibilité d'ordonner à toute personne de mettre fin aux pratiques contraires à ses règlements. Ceci, lorsque ces pratiques ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché ; de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché ; de porter atteinte au principe d'égalité d'information ou de traitement des épargnants ou

---

<sup>779</sup> Article 82 de la loi du 14 novembre 1994.

à leurs intérêts ; de faire bénéficier les émetteurs et les épargnants des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

**579.** Il s'agit là d'un mécanisme intéressant capable de participer à la diffusion d'une information fiable. Pourtant le CMF ne se semble pas y avoir recours.

Ainsi, la lecture du rapport annuel du CMF pour l'année 2004 nous a interpellé. Selon l'autorité administrative, « l'effort particulier exercé en 2003 par le CMF auprès des sociétés faisant APE pour l'amélioration de la qualité de leur rapport de gestion et sa conformité avec les dispositions de l'article 44 du règlement relatif à l'appel public à l'épargne a porté ses fruits ; l'examen des différents rapports d'activité fait ressortir une progression en la matière. Dans le cadre de son contrôle, le CMF a saisi toutes les sociétés concernées des insuffisances relevées au niveau de ces rapports et les a invitées, soit à apporter les corrections nécessaires et à ajouter les informations manquantes, soit à les prendre en considération lors de l'établissement des prochains rapports d'activité. »

On voit donc la douceur dont fait preuve le CMF envers les contrevenants. Pourtant cette injonction n'est pas facultative, elle n'est pas optionnelle. C'est une obligation que le législateur met à la charge du CMF<sup>780</sup>.

**580.** Le CMF s'en rend-t-il compte ? Il ne s'agit pas de demander gentiment aux Sociétés cotées en bourse de se conformer à leurs obligations légales, il s'agit de les contraindre à le faire.

De même, une autre difficulté pourrait surgir au cas où le CMF émettrait une injonction. Que risque celui qui ne se conforme pas à cette injonction ?

En France, les lourdes astreintes qui peuvent être prononcées par le juge judiciaire en cas de résistance aux injonctions de l'AMF sont de nature à rendre très efficace ce dispositif (La cour d'appel de Paris est allée jusqu'à condamner le dirigeant d'une société à 204.000 euros d'amende)<sup>781</sup>.

---

<sup>780</sup> L'article 32 de la loi n°94-117 du 14 Novembre 1994 impose au CMF, en ces termes de rectifier les informations inexacts qui auraient été relevées « Le Conseil du Marché Financier doit ordonner à ces personnes de procéder à des publications rectificatives dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été relevées dans les documents publiés. »

<sup>781</sup> **Rontchevsky (N)**, « Révision des délits et manquements boursiers », Banque et droit juillet-août 2006, p. 16.

En Tunisie, il n'y a aucune disposition qui précise quelle serait la sanction de la résistance aux injonctions du CMF. Ce qui bien sûr ne participe à inciter les sociétés faisant appel public à l'épargne à se soumettre aux injonctions du CMF.

**581.** D'autre part, le législateur n'a pas manqué de doter l'autorité de régulation des marchés financiers de pouvoirs répressifs qui auraient du faciliter l'exécution des missions dont est investi le Conseil.

Tout d'abord, le Conseil a été doté du pouvoir de mener des investigations auprès de toute personne physique ou morale<sup>782</sup>. Ces investigations sont effectuées par des agents assermentés et habilités à cet effet par le Conseil<sup>783</sup>.

Ces enquêtes peuvent déboucher sur des sanctions qui contrairement aux sanctions pénales peuvent être prises à l'encontre des personnes morales.

Ensuite, dans la perspective d'accorder au Conseil du marché financier les moyens à même de lui permettre de poursuivre les missions qui lui ont été fixées par le législateur, l'autorité administrative a été dotée d'un pouvoir disciplinaire.

**582.** Ce pouvoir disciplinaire<sup>784</sup> est particulièrement large quant aux personnes qui y sont soumises et quant aux sanctions que peut imposer l'autorité de surveillance des marchés financiers.

Ainsi, peuvent se voir disciplinairement sanctionnés par l'autorité de régulation des marchés financiers : la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, ses dirigeants et de ses personnels ; la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, ses dirigeants et ses personnels ; les intermédiaires en bourse, personnes physiques ou morales, leurs dirigeants et le personnel placé sous leur autorité ; les dirigeants, des gestionnaires et des dépositaires

---

<sup>782</sup> Une faculté que lui attribue la loi du 14 novembre 1994 dans son article 36.

<sup>783</sup> Le pouvoir d'investigation du CMF a même été renforcé par l'article 30 de la loi n°2005-96 du 18 octobre 2005. Le secret professionnel ne pouvant plus être opposé dans le cadre des investigations menées par le CMF.

<sup>784</sup> Les décisions du conseil de discipline sont motivées et susceptibles d'appel devant la Cour d'appel de Tunis.

des fonds et des actifs des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières et du personnel placé sous leur autorité<sup>785</sup>.

Ces personnes peuvent donc se voir sanctionnées par le collège du Conseil du Marché Financier érigé en conseil de discipline à partir du moment qu'une de ces personnes se rend coupable d'un manquement aux règles et usages professionnels applicables.

**583.** Le Conseil est habilité à prononcer des sanctions telles que l'avertissement ou le blâme. En plus de sanctions d'une particulière gravité telles que l'interdiction à titre temporaire ou définitif de tout ou partie de l'activité et, le cas échéant, le retrait de l'agrément (pour les personnes autres que la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis et la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres).

Ces sanctions disciplinaires ne concernent pas les sociétés cotées en bourse, ni leurs dirigeants.

**584.** Par contre ceux-ci sont passibles d'autres sanctions pouvant être prononcées par l'autorité administrative.

Ainsi, le CMF est aussi habilité en cas de manquement de franchissement de seuil de participation de prononcer la privation des droits de vote des actions détenues en franchissement d'un seuil de participation.

Mais la sanction la plus commune atteignant les dirigeants sociaux devrait consister en des sanctions d'amende.

**585.** On le voit, le Conseil du marché financier est doté de moyens qui sont susceptibles de rendre son action efficace. Des moyens que partage aussi l'autorité administrative française.

A l'instar de son homologue tunisien, l'AMF dispose de moyens importants qui lui ont permis de mener à bien sa mission de surveillance des marchés financiers.

Ce large pouvoir de sanction se manifeste à travers la possibilité qui lui est donnée de prononcer des sanctions pécuniaires, des sanctions disciplinaires

---

<sup>785</sup> Article 41 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

ou à travers les pouvoirs de police qui lui sont attribués, tel le retrait d'agrément d'un prestataire de services d'investissement.

Néanmoins, l'autorité de régulation des marchés financiers, française soucieuse de conférer un maximum d'efficacité à son action, a milité pour un renforcement de ces pouvoirs.

Le législateur français a donc progressivement cédé aux demandes du gendarme boursier et lui octroyé de nouveaux pouvoirs que ne possède pas le CMF. En effet, l'autorité administrative française a été dotée du pouvoir de transiger avec les délinquants, mais aussi de la faculté d'infliger des sanctions autrement plus lourdes qu'auparavant.

### ***B- Des pouvoirs en constante évolution***

**586.** Le domaine des sanctions administratives est très large en France, puisque toute pratique contraire à une disposition législative ou réglementaire produisant l'un des effets visés par l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier peut donner lieu à une sanction.

Ainsi, les émetteurs et leurs dirigeants, sont passibles de sanctions administratives lorsqu'ils se rendent coupables de pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires et si ces pratiques sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles<sup>786</sup>.

**587.** Toujours dans une optique de renforcement des pouvoirs de l'autorité administrative, la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire

---

<sup>786</sup>Article L. 621-15-II c], du code monétaire et financier renvoyant à l'article L. 621-14 du même code.

et financière<sup>787</sup> a opéré un renforcement des pouvoirs de l'AMF en accordant à l'autorité de régulation, un nouveau pouvoir : celui de transiger.

La transaction était déjà largement pratiquée, depuis un bon bout de temps, aux Etats-Unis par la Securities and Exchange Commission (SEC), l'autorité fédérale compétente en matière boursière. Malgré de larges pouvoirs de sanction, la SEC n'hésite pas à recourir, dans la presque totalité des affaires qu'elle traite à une transaction (settlement). Celle-ci prend le nom de Consent decree ou de Consent order ce qu'un auteur a traduit par « accord sur ordonnance »<sup>788</sup>.

**588.** Il faut dire que la transaction présente des avantages pratiques considérables pour l'autorité de régulation. En effet, partant du postulat que les moyens dont dispose l'autorité administrative sont relativement réduits au vu des prérogatives qu'elle est en charge d'assumer. La possibilité de transiger, est un moyen pour elle d'optimiser l'utilisation de son personnel. Ainsi, en transigeant, l'autorité régulatrice pourra rapidement affecter ses agents à de nouvelles enquêtes. Ce qui améliore fortement sa force de frappe répressive. Avec un résultat qui, somme toute, en matière de sanction, est fréquemment similaire à ce qu'elle pourrait espérer obtenir en justice<sup>789</sup>.

**589.** Vivement voulu par l'autorité administrative, la faculté de transiger était vue par l'autorité boursière et par son président comme un complément utile à son large pouvoir de sanction. Un complément capable de conférer plus d'efficacité à l'action du gendarme boursier. Avec pour modèle, celui de la Securities and Exchange Commission (SEC) aux Etats-Unis. Un modèle qui a mis en exergue une procédure rapide et efficace dans plusieurs affaires très médiatiques<sup>790</sup>.

---

<sup>787</sup> Article 7 de la loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 qui a créé un article L. 621-14-1 du Code monétaire et financier.

<sup>788</sup> **Conac (P-H)**, « Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC) », Bull. Joly Bourse, 01 février 2005 n° 2, p. 99.

<sup>789</sup> Ibid.

<sup>790</sup> **Dufour (O)**, « Et si le gendarme boursier transigeait ? », L.P.A., 24 février 2005 n° 39, p.3.

**590.** Pourtant, la compatibilité du modèle américain avec le contexte français et particulièrement le problème de l'articulation de ce mécanisme avec l'exercice de l'action judiciaire a fait l'objet d'un vif débat.

Certains praticiens, doutaient de l'intérêt d'une transaction dès lors qu'elle n'éteint ni l'action civile, ni l'action pénale. Il est vrai, qu'en droit boursier, il faut s'attendre à ce que des actionnaires déçus s'appuient sur la transaction pour en déduire l'aveu d'une faute et déclencher une action judiciaire. Les dossiers disciplinaires, sembleraient alors être le seul terrain où la transaction aurait le mérite de solutionner rapidement des manquements aux règles professionnelles. Il est donc difficile d'envisager l'intérêt d'une transaction dans les autres dossiers, en particulier s'agissant des abus de marché<sup>791</sup>.

**591.** Malgré ces griefs, l'autorité de régulation y tenait, et c'est à travers la récente loi de régulation bancaire et financière que l'AMF a obtenu le pouvoir de transiger.

Désormais, le collège de l'Autorité a, dans certaines circonstances, la possibilité d'adresser en même temps qu'il notifie les griefs à la personne une proposition d'entrée en voie de composition administrative. La personne en question s'engagera alors à verser au Trésor public une somme dont le montant maximum est celui de la sanction pécuniaire encourue au titre du III de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier. L'intéressé ne bénéficiera donc d'aucune limitation automatique de sanction. L'accord sera soumis au collège puis, s'il est validé par celui-ci, à la Commission des sanctions, qui pourra décider de l'homologuer<sup>792</sup>.

Mais, le domaine de la transaction est principalement celui disciplinaire, logiquement les abus de marché ne peuvent faire l'objet d'une transaction.

**592.** En outre, le recours à un autre mécanisme participe à une meilleure efficacité de l'autorité de régulation française. En effet, la médiation apporte

---

<sup>791</sup> Ibid.

<sup>792</sup> **Capdeville (J-L)**, « Présentation générale de la loi de régulation bancaire et financière », L.P.A., 22 octobre 2010 n° 211, p. 3 § 6.

une possibilité de résolution amiable des litiges portés à la connaissance de l'Autorité, relatifs au fonctionnement des marchés boursiers, à l'information financière que doivent fournir les sociétés cotées, aux règles applicables à la gestion pour compte de tiers, à la transmission et à la réception d'ordres de bourse ainsi qu'à la tenue de compte-conservation de titres.

Afin de soutenir les investisseurs non professionnels, l'AMF met à la disposition des particuliers, des associations et des sociétés non financières, son service de la médiation.

Le médiateur intervient dans l'éventualité d'un conflit lorsque les parties concernées le saisissent pour régler le différend à l'amiable afin d'éviter une procédure judiciaire. Il n'est ni l'avocat des parties en conflit, ni leur juge. Encadrée par une charte, cette procédure est gratuite, confidentielle et nécessite, pour être mise en œuvre et poursuivie, l'accord des deux parties.

L'intervention du médiateur ne peut être sollicitée lorsqu'un contrôle ou une enquête de l'AMF est en cours ou une procédure judiciaire est engagée<sup>793</sup>.

Malgré tous ces pouvoirs, l'efficacité de l'action des autorités administratives de régulation du marché est menacée par un autre élément. Car la principale entrave à laquelle s'est heurtée l'efficacité des sanctions administratives est d'ordre procédural.

## **Paragraphe 2- Des procédures différentes**

**593.** La procédure administrative de sanction est réputée plus efficace, en France, que la procédure pénale de sanction car plus rapide. Là où l'instruction d'un dossier pénal peut prendre plusieurs années, la procédure devant l'autorité administrative ne dépasse pas en général un an et un

---

<sup>793</sup> **Gewinner (D)**, « Le rôle de l'AMF », Bull. Joly Bourse, 01 mai 2007 n° 3, p. 353.

éventuel recours contre la décision de l'autorité devant la Cour d'appel de Paris est dans la plupart des cas tranché dans un délai de six à huit mois<sup>794</sup>.

De plus, le nombre de sanctions infligées par l'Autorité boursière s'est avéré être beaucoup plus important que le nombre de sanctions pénales. Un nombre qui a cru au fil des années. Démontrant ainsi, l'efficacité croissante de l'autorité de régulation française.

Cependant, l'efficacité de l'action de l'autorité administrative a été bien souvent entravée par des considérations d'ordre procédural. Des difficultés qui ont néanmoins été surmontées au fur et à mesure, conférant ainsi à l'autorité de régulation française de plus en plus d'efficacité dans son action visant à sanctionner les comportements contraires à ses règlements. L'AMF a, ainsi, su rénover sa procédure pour la rendre efficace (**A**).

En Tunisie, l'absence de décisions de sanction témoigne de l'inefficacité du CMF. Les procédures de sanctions n'ayant pas été mise en œuvre, elles ne sont pas éprouvées (**B**).

#### **A- Une procédure rénovée**

**594.** L'autorité de régulation des marchés financiers, incarnée à l'époque par la Commission des Opérations Bancaires (COB), avait été investie par la loi du 2 août 1989 du pouvoir d'infliger des sanctions administratives aux auteurs de manquements à ses règlements<sup>795</sup>. Elle pouvait, de même, procéder à des enquêtes et édicter des règlements concernant le fonctionnement des marchés financiers placés sous son contrôle.

Elle était ainsi : « policier, juge et législateur du marché boursier »<sup>796</sup>.

---

<sup>794</sup> **Ducouloux-Favard (C), Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. p. 5.

<sup>795</sup> La COB n'avait pas le monopole de la répression des infractions à la réglementation boursière : à l'instar du Conseil des bourses de valeurs, le conseil des marchés financiers (CMF) pouvait établir des règles de bonne conduite en matière de prestations de services d'investissement et avait été investi du pouvoir d'infliger de lourdes sanctions disciplinaires.

<sup>796</sup> **Schmidt (D)**, Rapport de synthèse, in « la stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par actions », Rjcom n° spécial, novembre 1990, p. 175.

Un tel pouvoir ne pouvait, alors, que susciter des interrogations et des réserves. Surtout qu'indubitablement, le rôle et le pouvoir de ces autorités se confondait avec les prérogatives accordées aux juridictions pénales.

Mais la mise en œuvre des pouvoirs de sanction administrative et disciplinaire attribués à ces autorités s'est pourtant, heurtée rapidement à des difficultés (1).

La procédure de sanction des manquements administratifs s'est construite de manière prétorienne au fil du temps. Au fil des déboires, cette procédure s'est améliorée. A force de coups durs, elle s'est renforcée. Peu à peu, elle s'est mise en conformité avec les nécessités d'un procès équitable (2).

### **1- Une procédure contestée**

**595.** Il est frappant de constater à quel point les procédures de sanctions administratives donnent lieu de la part des personnes mises en cause à la contestation de la légalité de la poursuite. « La personne poursuivie étant vraisemblablement enhardie par les déboires procéduraux passés de la Commission des opérations de bourse »<sup>797</sup>.

Assez souvent, la personne poursuivie par l'autorité administrative, invoque les dispositions de l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme pour contester les modalités de la poursuite conduite à son encontre.

La dualité des sanctions pénales et administratives en matière d'infractions boursières risquait de se traduire par une dualité d'incriminations et des décisions contradictoires ou par un cumul de poursuites et de sanctions pour un même fait qui paraissait contraire à la règle non bis in idem.

**596.** Le Conseil constitutionnel avait pourtant jugé ce pouvoir de sanction de la COB conforme à la constitution. Le Conseil s'est contenté de poser la condition que « si l'éventualité d'une double procédure peut ainsi conduire à

---

<sup>797</sup> **Dezeuze (E) et Buge (G)**, Note sous Sanction AMF, 5 juillet 2007, Marionnaud parfumeries, KPMG SA, Cofirec, MM. M. et G. F. et MM. Y. G. et G. C., Bull. Joly Bourse, 01 février 2008 n° 1, P. 46

un cumul de sanctions, le principe de proportionnalité implique, qu'en tout état de cause, le montant global des sanctions éventuellement prononcées ne dépasse pas le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues ; qu'il appartiendra donc aux autorités administratives et judiciaires compétentes de veiller au respect de cette exigence dans l'application des dispositions de l'ordonnance du 28 septembre 1967 modifiée »<sup>798</sup>.

Dans un premier temps, malgré des doutes exprimés par quelques auteurs<sup>799</sup>, la procédure de sanction administrative des infractions boursières pouvait, donc, sembler efficace. Avec une procédure qui dure beaucoup moins de temps qu'une instruction pénale.

**597.** Mais très vite, l'efficacité de l'action de la COB, dans un premier temps, et de l'Autorité des marchés financiers, ensuite, s'est heurtée à des obstacles d'ordre procéduraux. Plusieurs décisions de sanction administrative, ont été de ce fait cassées, par les autorités judiciaires. L'autorité de régulation s'est, ainsi vu obligée, de revoir en profondeur sa réglementation.

Très tôt, des voix se sont élevés contre la procédure de sanction administrative de la COB qui ne serait pas conforme aux exigences de l'article 6 de la convention européenne des droits de l'homme<sup>800</sup>.

Les toutes premières décisions datent des années 90<sup>801</sup>. Une des premières décisions concerne le cas des sociétés C.I.P. de J.-M. Oury<sup>802</sup> mettait en cause le non-respect du contradictoire. En l'espèce, le président de la COB, qui fait partie du Collège décidant de la sanction, avait, par des communiqués à la presse ou dans le Bulletin de la COB ou le rapport annuel de celle-ci,

---

<sup>798</sup> Conseil constitutionnel, Décision N° 89-260 DC du 28 juillet 1989, Loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, Journal officiel du 1er août 1989, p. 9676

<sup>799</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Nouveaux pouvoirs pour la C.O.B. », G.P., 16 janvier 1990, p. 2 ; **Jallade (P)**, « Vers un renforcement des pouvoirs de la Commission des opérations de bourse », L.P.A n°72 16 juin 1989, p. 4.

<sup>800</sup> **Canivet (G)**, « La procédure de sanction administrative des infractions boursières à l'épreuve des garanties fondamentales », RJDA 1996/5 p. 423.

<sup>801</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, Note sous CA Paris, 15 janvier 1993, D. 1993, p. 272

<sup>802</sup> Cass. com., 1er décembre 1998, L.P.A n° 11 du 15 janvier 1999, p. 5.

annoncé par avance la probabilité d'une sanction à venir, alors que le collège n'avait pas encore délibéré<sup>803</sup>.

**598.** La suite, a vu la COB subir plusieurs camouflets infligés par la Cour d'appel de Paris et la Cour de cassation. La procédure de sanction administrative des manquements à la réglementation boursière a, en conséquence, dû subir plusieurs remaniements avant d'être l'objet d'une véritable refonte qui a abouti à la création de l'AMF.

Ainsi, l'arrêt de l'Assemblée plénière de la Cour de cassation du 5 février 1999, avait tranché entre deux points de vues opposés : celui de l'autorité administrative qui estimait plus efficace que le rapporteur (qui au départ avait uniquement pour rôle d'exposer au reste des membres du collège les conclusions de l'étude du dossier qu'il avait pu mener) soit présent lors du délibéré puisque c'est lui qui connaît le mieux le dossier et celle des juridictions considérant que la présence du rapporteur enfreignait le principe d'impartialité, celui-ci ne pouvant à la fois instruire l'affaire et participer au prononcé de la sanction. La Haute juridiction a considéré que la participation du rapporteur au délibéré violait le droit de chacun à être jugé par un tribunal indépendant et impartial. La COB avait, alors, mis fin à la participation du rapporteur au délibéré.

**599.** Mais les déboires de la COB ne s'arrêtèrent pas là. Un an plus tard, l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 7 mars 2000<sup>804</sup> vint mettre en cause le rôle joué par les membres du collège. La Cour considérant le caractère fortement dissuasif des sanctions édictées par l'autorité administrative, en a retenu la nature répressive. Elle réitérait d'ailleurs ce faisant, l'argumentation développée par la Cour de cassation lors de sa décision d'Assemblée plénière du 5 février 1999. Mais la Cour d'appel, tout en déduisant de cette analyse que l'article 6 de la Convention Européenne de sauvegarde des Droits de l'Homme devait s'appliquer, allait au-delà de l'analyse faite par la Cour de cassation de

---

<sup>803</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, Note sous C.A. Paris (1re ch., sect. H), 7 mars 2000, L.P.A. 22 mai 2000 n° 101, p. 4.

<sup>804</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, Note sous C.A. Paris (1re ch., sect. H), 7 mars 2000, Op.cit p. 4.

l'impartialité des juges de la répression administrative telle que pratiquée par la COB.

La Cour a relevé que le Collège décidant le 4 mars 1997 de l'ouverture d'une procédure de poursuite et de la notification des griefs (sorte de mise en accusation) était composé de son Président et de membres dont six de ceux-ci étaient présents au Collège décidant le 18 juin 1999 des culpabilités et des sanctions. Cette identité de personnes dans la composition de l'organe décidant de la mise en accusation et de celui statuant sur la sanction, est selon la Cour un fait objectif qui est de nature à justifier les craintes de partialité et donc le non-respect des principes les plus fondamentaux des droits de la défense<sup>805</sup>.

La Cour d'appel prend soin toutefois de préciser que « le cumul au sein de cette autorité administrative des fonctions de poursuite, d'instruction et de jugement ... n'est pas contraire à l'exigence ci-dessus rappelée ; qu'il y a lieu de rechercher si, compte tenu des modalités concrètes de mise en œuvre de ces attributions, spécialement au regard de la composition des organes appelés à les exercer, le droit de la personne poursuivie à un procès équitable a été ou non méconnu »<sup>806</sup>.

**600.** A la suite de cet arrêt, la COB avait décidé de suspendre l'exercice de son pouvoir de sanctions et d'abandonner toutes les procédures en cours, de crainte qu'elles ne soient annulées au même motif. Parallèlement, elle déposait un projet de réforme de son règlement afin de se mettre très rapidement en conformité avec les exigences des autorités judiciaires et recouvrer le plein exercice de son pouvoir de sanction.

---

<sup>805</sup> Ibid.

<sup>806</sup> **Dufour (O)**, « Article 6 de la C.E.D.H : la COB revoit sa procédure de sanction », L.P.A., 31 mars 2000 n° 65, p. 3.

**601.** Fût pris alors le décret n°2000-721 du 1er août 2000 qui modifie les dispositions du décret du 23 mars 1990 relatives à la procédure d'injonction, d'enquête et de sanctions mise en œuvre par l'autorité boursière.

Pour éviter qu'à l'avenir, les mêmes membres du collège ne cumulent les fonctions d'instruction, de poursuite et de jugement, ce texte a procédé à une répartition des rôles.

**602.** Dans l'ancienne procédure, la Commission prononçait l'injonction et décidait l'ouverture d'une procédure. Dès lors, le président de la Commission désignait un rapporteur, qui se chargeait de l'instruction de l'affaire. Ensuite, la Commission procédait à la convocation de la personne en cause à la séance au cours de laquelle elle devait trancher le litige et édictait éventuellement des sanctions. En d'autres termes, la collégialité était présente lors de l'intégralité de la procédure, et ce sous la direction de son président. Avec pour conséquence, que plusieurs membres du collège se retrouvaient dans une situation où ils pouvaient cumuler les pouvoirs de poursuite, d'instruction et de jugement. Chose qui a été condamnée par l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 7 mars 2000 sus cité.

**603.** La procédure rénovée, à l'époque, donnait au directeur général de la COB le pouvoir de décider de l'ouverture des enquêtes, lesquelles seront menées par le personnel de la Commission. Ensuite, lorsque des manquements à la réglementation boursière étaient constatés, le directeur général demandait au président de désigner un rapporteur qui rédige un rapport qu'il adresse à la personne poursuivie. Lors de la séance de la Commission, le rapporteur présente l'affaire et la décision est ensuite prise « en la seule présence du président, des membres autres que le rapporteur et du secrétaire de la commission ». Mais, si elles faisaient progresser l'impartialité objective de la COB, du moins d'un point de vue théorique, ces

modifications présentait l'inconvénient de faire perdre aux personnes mises en cause le bénéfice de la collégialité<sup>807</sup>.

**604.** Malgré ces différents aménagements, des brèches pouvaient persister. Et l'ingéniosité des avocats n'aurait pas tari. Ceux-ci, n'auraient pas tardé à découvrir de nouvelles failles pour contester la procédure de sanction administrative de la COB.

Une réforme plus en profondeur de la procédure de sanction administrative des infractions boursières, s'imposait alors comme un préalable à l'efficacité de l'action de l'autorité de régulation.

La création de l'Autorité des marchés financiers par la loi n° 2003-706 de sécurité financière du 1er août 2003 a été, sur ce point, salvatrice.

## **2- Une procédure en constante évolution**

**605.** La procédure de sanction de l'autorité administrative française a dû subir en 2003, une réforme majeure, qui était censée résoudre une fois pour toute, les différents problèmes d'ordre juridique auxquels s'est heurtée l'autorité de régulation. A travers, la loi n°2003-706 de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003, la procédure de sanction a fait l'objet d'une refonte (**a**). Mais, de nouveaux camouflets infligés par les autorités judiciaires et la nécessité de conférer de plus en plus d'efficacité et de crédibilité à l'action du gendarme boursier a conduit à revoir la procédure de sanction plus d'une fois encore (**b**).

### **a- Une refonte de la procédure**

**606.** La loi n°2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 dite de sécurité financière a opéré une refonte de la procédure de sanction des manquements administratifs à la réglementation boursière. A travers, l'instauration d'une commission des

---

<sup>807</sup> **Dufour (O)**, « La C.O.B modifie l'exercice de son pouvoir de sanction », L.P.A, 18 août 2000 n° 165, p. 3.

sanctions au sein de l'autorité des marchés financiers (**a.1**) et la rationalisation de la procédure de sanction (**a.2**).

### ***a.1- Instauration d'une commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers***

**607.** La loi n°2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière a mis fin à la pluralité d'autorités de sanction en attribuant tous les pouvoirs de sanctions administrative et disciplinaire des infractions boursières à la commission des sanctions de l'AMF.

A cet égard, il faut préciser que l'Autorité des marchés financiers est composée de deux organes collégiaux : le Collège et une commission qui a l'exclusivité du pouvoir de sanction.

**608.** Cette Commission des sanctions comprend douze membres distincts des membres du Collège<sup>808</sup>. Les membres de la commission des sanctions sont en majorité des juristes. Chose logique puisque ceux-ci vont se poser en véritables juges répressifs. Le président de la commission des sanctions est élu par les membres de celle-ci parmi les conseillers d'État et les conseillers à

---

<sup>808</sup> Cette Commission des sanctions comprend douze membres distincts des membres du Collège :

- deux conseillers d'Etat désignés par le vice-président du Conseil d'Etat ;
- deux conseillers à la Cour de cassation désignés par le premier président de la Cour de cassation ;
- Six membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'offre au public de titres financiers, d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'offre au public ou d'admission aux négociations sur un marché réglementé, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux ;
- deux représentants des salariés des entreprises ou établissements prestataires de services d'investissement, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux, désignés par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations syndicales représentatives.

Extraits du site internet [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

la Cour de cassation et la commission peut constituer des sections de six membres présidées elles aussi par un conseiller d'État ou un conseiller à la Cour de cassation.

**609.** À l'instar des membres du collège, les membres de la commission des sanctions sont soumis à un statut rigoureux qui est destiné à garantir leur indépendance : secret professionnel<sup>809</sup>, incompatibilités et prévention des conflits d'intérêts<sup>810</sup> et mandat de cinq ans, renouvelable une fois. Il est prévu que la commission des sanctions soit renouvelée par moitié tous les trente mois<sup>811</sup>. La création de la commission des sanctions participe d'une rationalisation générale de la procédure de sanctions administrative et disciplinaire des infractions boursières<sup>812</sup>.

#### ***a.2- La rationalisation de la procédure de sanction***

**610.** La rationalisation de la procédure des sanctions administratives et disciplinaires se manifeste à travers l'unification des procédures de sanction mais aussi par la séparation des pouvoirs d'enquête, de déclenchement des poursuites, d'instruction et de sanction.

La loi de sécurité financière a soumis à un régime unique les procédures de sanctions administrative et disciplinaire des infractions boursières. La procédure de sanction gagne ainsi, en clarté.

**611.** Cette procédure est organisée comme suit :

Lorsque dans le cadre de leurs missions de contrôle et de surveillance des marchés, de suivi de la vie des sociétés ou sur la base de plaintes, les services de l'AMF constatent des comportements susceptibles de constituer

---

<sup>809</sup> Article L. 642-1 du code monétaire et financier.

<sup>810</sup> Article L. 621-4 du code monétaire et financier.

<sup>811</sup> Article L. 621-2-IV du code monétaire et financier.

<sup>812</sup> **Rontchevsky (N)**, « Les sanctions administratives : régime et recours », Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2004 n° 1, p. 1 §13.

un manquement aux obligations professionnelles des intermédiaires ou de nuire au bon fonctionnement des marchés.

Ils en réfèrent au secrétaire général de l'AMF qui prend la décision de procéder à des enquêtes ou des contrôles et qui habilite à cet effet des enquêteurs selon des modalités fixées par le règlement général de l'AMF<sup>813</sup>.

Les résultats des enquêtes et des contrôles font l'objet d'un rapport écrit qui indique si les faits relevés sont susceptibles de constituer des manquements au règlement général de l'AMF, des manquements aux autres obligations professionnelles ou une infraction pénale. Après examen du rapport d'enquête ou de contrôle par le secrétaire général de l'AMF, celui-ci est transmis à l'une des commissions spécialisées du collège (Le rapport est aussi envoyé à l'entité contrôlée pour observation).

**612.** C'est alors que la commission spécialisée du collège saisie, procède à un examen du rapport et décide des poursuites. Ainsi, si le rapport n'indique aucun manquement substantiel, le dossier est classé avec ou sans observations. Mais si le rapport laisse entrevoir d'éventuelles infractions pénales, le rapport de contrôle ou d'enquête est transmis au procureur de la République. De même, si le rapport indique des faits qui ne relèvent pas de la compétence de l'AMF, celui-ci est transmis aux autorités compétentes françaises ou étrangères. Si le rapport identifie d'éventuels manquements par toute personne dont les pratiques contreviennent à la réglementation, la commission spécialisée du collège décide de l'ouverture d'une procédure de sanction.

**613.** D'ailleurs, une innovation de la loi de sécurité financière est particulièrement expressive de la volonté affichée de rendre moins contestable, la procédure de sanction administrative. La prévoyance d'une prescription des infractions administratives et disciplinaires.

---

<sup>813</sup> Article L. 621-9-1 du code monétaire et financier.

Ainsi, « la commission des sanctions ne peut être saisie de faits remontant à plus de trois ans s'il n'a été fait pendant ce délai aucun acte tendant à leur recherche, à leur constatation ou à leur sanction »<sup>814</sup>.

La prescription des manquements administratifs est donc la même que celle prévue pour les délits<sup>815</sup> et pour la répression des pratiques anticoncurrentielles<sup>816</sup>.

Par contre, la prescription du manquement ou du délit ne devrait toutefois pas préjuger du droit des éventuelles victimes de ceux-ci de demander la réparation de leur préjudice devant la juridiction civile compétente.

Si le délai de prescription n'est pas expiré, le collège peut prendre des mesures conservatoires. En cas d'urgence, il peut suspendre d'activité les professionnels contre lesquels des procédures de sanction sont engagées. S'il transmet au procureur de la République le rapport d'enquête ou de contrôle, il peut décider de rendre publique cette transmission<sup>817</sup>.

**614.** Ensuite, la procédure de sanction est organisée de la manière suivante :

Le collège adresse la notification des griefs, accompagnée du rapport d'enquête ou de contrôle, aux personnes concernées et transmet la notification des griefs à la commission des sanctions. Le président de la commission des sanctions doit alors désigner un rapporteur parmi ses membres pour instruire l'affaire et attribue l'affaire à la commission des sanctions ou à l'une de ses sections<sup>818</sup>.

---

<sup>814</sup> Article L. 621-15-I, al. 2 du code monétaire et financier.

<sup>815</sup> Article 8 du code de procédure pénale.

<sup>816</sup> Article L. 462-7 du code de commerce.

<sup>817</sup> Article L.621-15-I du code monétaire et financier ; **Rontchevsky (N)**, « Les sanctions administratives : régime et recours », Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2004 n° 1, p. 1 §16 et 17.

<sup>818</sup> Il est cependant précisé que si le collège considère que l'un des griefs notifiés à une personne est susceptible de constituer l'un des délits boursiers visés par les articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier, il doit transmettre immédiatement le rapport d'enquête ou de contrôle au procureur de la République près le tribunal de grande instance de Paris (Article L. 621-15-1 du code monétaire et financier). Si celui-ci décide de mettre en mouvement l'action publique sur les faits objet

**615.** Les sanctions administratives ou disciplinaires sont prononcées par la commission des sanctions au terme d'une procédure contradictoire, la personne concernée ou son représentant devant avoir été entendue ou, à défaut, dûment appelée<sup>819</sup>. Les décisions de la commission des sanctions (ou de ses sections) sont prises hors la présence du commissaire du Gouvernement auprès de l'AMF<sup>820</sup> et du rapporteur<sup>821</sup>, comme l'avait déjà exigé la Cour de cassation à propos de la procédure de sanction administrative de la COB<sup>822</sup>. Les décisions sont adoptées à la majorité des voix, étant précisé que celle du président n'est pas prépondérante en matière de sanction en cas de partage égal des voix. Elles doivent être motivées, ce qui paraît aller de soi. Il faut enfin relever que, dans ce domaine, le commissaire du Gouvernement<sup>823</sup> ne peut pas demander une deuxième délibération<sup>824</sup>.

**616.** La procédure de sanction semblait respecter en l'état les garanties fondamentales (principes d'impartialité et d'égalité des armes) et les droits de la défense prévus par l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'Homme, ce qui est bien normal au regard des enjeux. Mais elle devait subir d'autres retouches.

---

de la transmission, il doit en informer sans délai l'AMF. Il peut aussi transmettre à celle-ci, d'office ou à sa demande, la copie de toute pièce d'une procédure relative aux faits objet de la transmission (Article L. 621-15-1 du code monétaire et financier). La transmission du dossier au Parquet n'a toutefois pas pour effet de mettre fin à la procédure de sanction, de sorte qu'un cumul de poursuites et de sanctions pour des mêmes faits reste concevable, comme l'envisage au demeurant la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les abus de marché. Il est néanmoins prévu que si des poursuites ayant trait à des abus de marché sont engagées, l'AMF peut exercer les droits de la partie civile mais ne peut alors, à l'égard d'une même personne et s'agissant des mêmes faits, concurremment exercer ses pouvoirs de sanction et les droits de la partie civile (Article L. 621-16-1 du code monétaire et financier).

<sup>819</sup> Article L. 621-15-II du code monétaire et financier.

<sup>820</sup> Article L. 621-3-I du code monétaire et financier.

<sup>821</sup> Article L. 621-15-IV du code monétaire et financier

<sup>822</sup> Cass. assemblée plénière, 5 février 1999, V. supra pp.320 et 321.

<sup>823</sup> Article L. 621-3-I du code monétaire et financier.

<sup>824</sup> **Rontchevsky (N)**, « Les sanctions administratives : régime et recours », Op.cit. p.1 §20.

## ***b- Des retouches successives***

**617.** On aurait pu penser, au vu de ce qui a été précédemment évoqué, que les déboires procéduraux de l'autorité administrative étaient de l'histoire ancienne avec la création de l'Autorité des Marchés Financiers. Mais, c'était sans compter sur l'ingéniosité des avocats de la défense qui ont rapidement fait d'identifier d'autres brèches dans la procédure sanction de l'AMF.

Trois affaires s'avèrent particulièrement intéressantes dans la mesure où elles ont mis en lumière une nouvelle faille dans l'organisation de l'AMF.

**618.** Le grief retenu par le Conseil d'Etat avait trait à un défaut d'impartialité qui avait entraîné l'annulation des décisions de sanction de l'AMF par trois fois en moins d'une année.

Il y a lieu de rappeler, tout d'abord, que tant le Collège mais aussi la Commission des sanctions intègrent en leur sein, aux côtés des magistrats, des professionnels issus des marchés financiers. Si un tel mélange, présente l'intérêt évident d'apporter les connaissances techniques des uns aux sciences juridiques des autres. Afin de pouvoir faire face à des dossiers usuellement très complexes. Une telle composition présente néanmoins l'inconvénient de l'exposition aux conflits d'intérêts qui peuvent intervenir entre les professionnels membres de la Commission des sanctions et ceux que celle-ci est appelée à juger.

C'est précisément ce dernier qui a été au centre de l'attention du Conseil d'État lors de deux affaires.

**619.** Dans un premier arrêt en date du 27 octobre 2006<sup>825</sup>. Le Conseil a estimé que le fait que l'un des membres de la Commission des sanctions ait créé un an avant le jugement de l'affaire une société avec l'un des salariés de

---

<sup>825</sup> **Guyomar (M)**, Note sous CE, sect. cont., 27 octobre 2006, n° 276069, M. Éric B. et société Next Up SA : Bull. Joly Bourse, 2007, p. 80, § 6 ; **Bonneau (Th)**, Dr. Soc., 2007, comm. n° 55 ; **Bompoint (D)**, Rev. Droit Bancaire et financier, mars-avril 2007, n° 86, p. 42.

la société mise en cause était un motif pour annuler la sanction prononcée à l'encontre de la société et plusieurs de ses dirigeants et salariés.

Pour le Conseil, en ne se déportant pas malgré l'existence de cette relation d'affaire, le membre de la Commission a fait peser un doute sérieux sur l'apparence d'impartialité de la décision.

**620.** Dans un second arrêt daté du 30 mai 2007<sup>826</sup>, la Haute Juridiction administrative a annulé sur la même base du manque d'impartialité une autre décision de l'autorité administrative. En l'espèce, un membre de la Commission des sanctions ayant participé au prononcé de la décision de sanction était également membre du directoire d'un établissement bancaire en litige avec la société concernée par la décision de sanction. Egalement dans cette affaire, le Conseil d'État a estimé que le membre de la Commission concerné aurait dû se déporter.

Enfin, le fait que le rapporteur de la Commission des sanctions avait exercé les fonctions d'administrateur puis de conseiller du président d'une société concurrente des sociétés poursuivies a été retenu comme motif justifiant l'annulation de la sanction par le Conseil d'État car semant le doute sur l'impartialité de la commission<sup>827</sup>.

**621.** Le Conseil d'État a donc sanctionné la violation du principe d'impartialité commise soit par un membre de la commission ayant participé au délibéré, soit par le rapporteur, qui n'y participe pas, mais qui est tenu des mêmes obligations.

Que le conflit d'intérêts ait pu nuire à la personne poursuivie, ou qu'il ait pu lui profiter, le Conseil d'État a annulé les décisions. D'ailleurs, la Haute Juridiction

---

<sup>826</sup> **Guyomar (M)**, Note sous CE, 6<sup>e</sup> et 1<sup>re</sup> ss-section, 30 mai 2007, n° 293408, Société Europe Finance et Industrie et n° 288538, Société Europe Finance et Industrie et M. A, Bull. Joly Bourse, 2007, p. 371, § 71 ; **De Vauplane (H)**, **Daigre (J-J)**, **De Saint Mars (B)**, **Bornet (J-P)**, Banque et droit, n° 114, juillet-août 2007, p. 23.

<sup>827</sup> **Guyomar (M)**, Note sous CE, 6<sup>e</sup> et 1<sup>re</sup> ss-section, 26 juillet 2007, n°s 293624, 293626, 293627, 293908, Bull. Joly Bourse, 2007, p. 645, § 137 ; **Paclot (Y)**, J.C.P. éd. E, 2007, n° 41, 2224, p. 9.

administrative n'a pas recherché à apprécier, concrètement, si tel ou tel membre de la Commission des sanctions a manqué à son devoir d'impartialité. Mais, il lui a suffi de constater qu'eu égard aux liens qu'il avait pu entretenir avec la personne mise en cause, à ses fonctions présentes ou passées, ce membre était placé en situation de conflit d'intérêts et, dès lors, devait se déporter.

En d'autres termes, la juridiction administrative s'en est tenue à l'apparence de partialité.<sup>828</sup>

**622.** Le Haute Juridiction administrative fait ainsi valoir son attachement au strict respect des droits de la défense, et incite fortement le gendarme boursier à exercer une vigilance accrue aux questions de conflits d'intérêts réels ou apparents entre les membres de la Commission des sanctions et les personnes qu'ils sont appelés à juger<sup>829</sup>.

Il faut dire que la position de la Haute Juridiction administrative, sur la question paraît parfaitement légitime, car du strict respect du principe d'impartialité dépend, en bonne partie, la crédibilité des décisions prises par la Commission des sanctions de l'AMF.

**623.** Pour faire face à cette jurisprudence le législateur a donc, encore une fois dû, sur demande de l'AMF, modifier la procédure de sanction administrative en permettant la récusation d'un membre de la Commission des sanctions à la demande de la personne mise en cause « s'il existe une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité de ce membre »<sup>830</sup>.

**624.** Mais ce n'était pas encore fini, la procédure de sanction de l'AMF a dû, de nouveau, subir des évolutions toutes récentes, faites par la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

---

<sup>828</sup> **Magendie (J-C)**, « Le rôle du juge sur l'action sanctionnatrice de l'Autorité des marchés financiers », Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2009 n° Spécial, p. 421.

<sup>829</sup> **Dufour (O)**, « L'AMF envisage de modifier sa procédure de sanction », L.P.A., 10 juillet 2007 n°137, p. 3.

<sup>830</sup> Article L. 621-15, III bis du code monétaire et financier.

Ainsi, un membre du collège, qui a examiné le rapport d'enquête ou de contrôle et pris part à la décision d'ouverture d'une ouverture de sanction, sera convoqué à l'audience. Il assiste à cette audience sans voix délibérative et peut être assisté ou représenté par les services de l'AMF. Il a la possibilité de présenter des observations au soutien des griefs notifiés et de proposer une sanction.

Il s'agit là d'une énonciation qui permettra d'éviter que le rapporteur ne soit tenté, de proposer lui-même une sanction, à l'instar de ce qui a pu se passer par le passé<sup>831</sup>.

**625.** En effet, cette solution semble être induite par un arrêt de la Cour d'appel de Paris daté du 25 juin 2008<sup>832</sup>.

En l'espèce, le rapporteur avait, dans un rapport, consigné son avis sur les sanctions que devaient encourir les prévenus. Ceux-ci, y avaient vu un dépassement par le rapporteur de sa mission et aussi une confusion entre les fonctions d'instruction et de jugement contraire aux droits de la défense, à l'interdiction de la participation du rapporteur au délibéré et au principe d'impartialité posé par la Convention européenne des droits de l'homme.

Les prévenus avançaient que le rôle du rapporteur, se bornait, à la présentation objective du résultat de ses recherches. Il ne peut de ce fait, exprimer de sentiments personnels sur l'issue de la procédure.

La Cour avait, certes, réfuté ce moyen en se fondant sur le contenu de l'article R. 621-40 du Code monétaire et financier qui ne comprenait pas les limites arguées par les prévenus et n'interdisait donc pas au rapporteur d'évoquer l'affaire dans tous ses aspects, y compris celui des sanctions encourues.

---

<sup>831</sup> **Capdeville (J-L)**, « Présentation générale de la loi de régulation bancaire et financière », Op.cit. p.3 §4.

<sup>832</sup> **Capdeville (J-L)**, Note sous C.A. Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. H, 25 juin 2008, n° 2007/16197, Marionnaud parfumeries SA, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2008 n° 6, p. 484.

D'autre part, la Cour a relevé le fait que les prévenus avaient eu la possibilité de se défendre sur la totalité du rapport et que l'expression de son opinion par le rapporteur contribuait, en fait, au plein jeu du contradictoire devant la Commission des sanctions. Le rapporteur n'avait d'ailleurs pas participé, en l'occurrence, au délibéré de la décision déferée.

**626.** Néanmoins, la lecture de cette décision laisse entrevoir un certain doute des juges puisqu'ils prennent la peine de préciser qu'en toute hypothèse le rapport du rapporteur n'est « qu'un des éléments du dossier au vu duquel la commission se prononce », et que « le contenu et les conclusions de celui-ci sont sans incidence sur la légalité de la décision ».

Il est vrai qu'un rapport contenant un avis de cette teneur sur les sanctions est susceptible d'influencer la commission des sanctions et ainsi semer le doute quant à son impartialité. En effet, le rapporteur dispose d'un réel crédit auprès des autres membres de la commission. D'ailleurs, des auteurs<sup>833</sup> ont constaté que dans la pratique, quand le rapporteur suggère d'infliger une sanction, sa proposition est entérinée dans les trois quarts des cas par la Commission des sanctions. A partir de cette constatation, il paraît que le fait que le rapporteur donne son avis sur les sanctions n'est pas tout à fait neutre. D'ailleurs, le Conseil d'État a annulé une décision de la Commission des sanctions à cause de soupçons pesant sur le rapporteur<sup>834</sup>.

**627.** Depuis cet arrêt, la législation a évolué pour prendre en compte l'influence du rapporteur sur la commission. Ainsi, il est désormais possible de récuser le rapporteur s'il « existe une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité »<sup>835</sup> de celui-ci.

---

<sup>833</sup> **Bouretz (E) et Emery (J-L)**, « Autorité des marchés financiers et Commission bancaire », Ed. Banque, 2008, n° 127.

<sup>834</sup> **De Vauplane (H), Daigre (J-J), de Saint Mars (B), Bornet (J-P)**, Note sous CE, 26 juillet 2007, Banque et droit, 2007, n° 115, p. 32 ; **Guyomar (M)**, Bull. Joly Bourse, 2007, p. 645, § 137 ; **Paclot (Y)**, J.C.P éd. E, 2007, 2224.

<sup>835</sup> Article L. 621-15, III bis du code monétaire et financier ; le décret n° 2008-893 du 2 septembre 2008 est venu organiser cette procédure de récusation.

De même, le rôle du rapporteur paraît avoir été limité : celui-ci ne présente plus « l'affaire », mais son « rapport », ce qui paraît moins large<sup>836</sup>.

D'autres améliorations de la procédure administrative de sanction se profilent à l'horizon. Des groupes de réflexion se chargeant de publier des rapports contenant des préconisations censées renforcer les droits de la défense<sup>837</sup>.

**628.** Au final, on le voit la procédure de sanction administrative est en continuel progrès. Elle colle de plus en plus aux exigences d'un procès équitable et respecte de plus en plus les droits de la défense, conférant ainsi plus d'efficacité à l'Autorité des marchés financiers qui voit de moins en moins ses décisions cassées par les autorités judiciaires.

Par contre, en Tunisie, la procédure de sanction administrative n'a pas, à notre connaissance, été mise en œuvre. Elle n'a, par conséquent, pas été

---

<sup>836</sup> **Capdeville (J-L)**, Note sous C.A. Paris, 25 juin 2008, Op.cit. p.484 §11.

<sup>837</sup> V. rapport du Club des juristes « Des principes communs pour les autorités administratives dotées d'attributions répressives » qui préconise notamment :

« – d'instaurer une déclaration sur l'honneur d'absence de conflit d'intérêts pour chaque dossier traité ;

– de renforcer l'autonomie de l'instruction à l'égard du service des enquêtes, notamment en imposant que les demandes de l'instructeur à ce service, de même que les réponses, fassent l'objet d'un écrit versé au dossier ;

– de prévoir que les documents saisis, y compris sous forme électronique, doivent être expurgés de tout élément relevant du secret des affaires ou d'un autre secret protégé par la loi, à moins que celui-ci présente un intérêt direct pour les investigations menées ou la procédure en cours, et préciser à cet égard que les correspondances d'avocat ne peuvent en aucun cas être saisies par les agents de l'autorité ;

– de réformer le délit d'entrave afin de préciser que sont seuls punissables les actes positifs visant à nuire au bon déroulement des investigations et non la simple mise en œuvre du droit de ne pas concourir à sa propre incrimination ;

– de limiter à un an le délai maximum d'enquête, sauf circonstances particulières devant être précisées dans la décision d'enquête et dans l'ordre de mission et prévoir qu'une prorogation du délai initial n'est possible qu'à la condition, sauf exception dûment motivée, d'être portée à la connaissance des personnes susceptibles d'être mises en cause ;

– de prévoir que la visite d'un domicile ou de locaux professionnels ne peut se faire qu'avec l'accord formel et préalable de l'occupant, dûment informé de son droit de refuser, ou, à défaut, sur habilitation judiciaire ;

– de renforcer le caractère contradictoire des débats devant l'organe de sanction, notamment en formalisant la faculté de demander une suspension des débats en cas d'éléments nouveaux ou dans l'hypothèse où l'organe de sanction soulève d'office un moyen ou retient un élément non encore soumis à discussion, ou encore ;

– de consacrer formellement le droit pour le mis en cause d'avoir la parole en dernier. »,

Club des juristes, Commission Europe, mai 2012, « Autorités administratives dotées d'attributions répressives : rapport du Club des juristes », Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2012 n° 7, p. 290

éprouvée et des doutes persistent sur la conformité de cette procédure avec les exigences d'un procès équitable.

### ***B- Une procédure jamais éprouvée***

**629.** Le Conseil du marché financier fait preuve d'un manque de fermeté dans l'exercice de la mission dont l'a investi le législateur. Aucune poursuite n'a été diligentée par le CMF à l'encontre des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants<sup>838</sup>.

La question qui s'impose alors est celle de savoir, si la procédure de sanction administrative du CMF résistera à un recours, lorsque l'autorité administrative décidera enfin d'utiliser ces pouvoirs répressifs.

En effet, on l'a vu les questions de procédure ont été pendant longtemps un frein à l'efficacité du gendarme boursier, causant à maintes reprises la cassation de ces décisions<sup>839</sup>. Pourrait-il en être de même en Tunisie ?

A cet égard, il faut dire que la procédure de sanction telle qu'elle est organisée devrait poser un problème quant à l'impartialité des membres du Collège devant se prononcer sur la sanction infligée. Ainsi, le cumul des fonctions de poursuite, d'instruction et de sanction (1) et les possibles conflits d'intérêts (2) sont à même de semer le doute sur l'impartialité du gendarme boursier.

#### ***1- Un cumul des fonctions de poursuite, d'instruction et de sanction***

**630.** Contrairement à la France, où l'Autorité des marchés financiers est composée de deux organes collégiaux : le Collège et une commission qui a l'exclusivité du pouvoir de sanction<sup>840</sup>. En Tunisie, le Conseil du marché financier n'intègre en son sein qu'un seul organe collégial : le Collège.

---

<sup>838</sup> V. infra pp. 343 et s.

<sup>839</sup> V. supra pp. 317 et s.

<sup>840</sup> V. supra pp. 322 et s.

Le Collège du Conseil du marché financier<sup>841</sup> est composé par un président et des neuf membres cités par l'article 25 de la loi du 14 novembre 1994, c'est-à-dire :

1. - un juge de troisième degré ;
2. - un conseiller au tribunal administratif ;
3. - un conseiller à la cour des comptes ;
4. - un représentant du Ministère des Finances ;
5. - un représentant de la Banque Centrale de Tunisie ;
6. - un représentant de la profession des intermédiaires en bourse ;
7. - trois membres choisis en raison de leur compétence et de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne.

**631.** On note donc la présence de juges, ce qui est bien heureux, vu que le Collège va être appelé à s'ériger en véritable tribunal répressif. Il faut relever tout de même que ces juges se retrouvent en minorité au sein du collège. Leurs voix ne devraient donc pas être prépondérantes lors d'une procédure de sanction. Il faut, en effet, rappeler que les décisions du Collège sont prises à la majorité<sup>842</sup>.

**632.** Les pouvoirs de cette entité, sont très larges. Le tout puissant Collège est, en effet, habilité à accomplir les missions du Conseil du Marché Financier.

**633.** Ainsi, il accomplit ou autorise tous les actes et opérations relatifs à sa mission. Il prend les règlements dans le domaine de compétence du conseil et il établit, en particulier le règlement général de la Bourse. Il se prononce sur les pétitions et plaintes et fournit son avis aux autorités judiciaires compétentes dans les cas visés à l'article 86 de la loi du 14 novembre 1994.

---

<sup>841</sup> Article 47 de la loi 94-117 du 14 novembre 1994

<sup>842</sup> D'après l'article 49 de la loi 94-117 du 14 novembre 1994, le Collège « délibère et prend ses décisions à la majorité des membres présents, et en cas de partage des voix, celle du président est prépondérante. Les décisions du collège ne sont légalement prises qu'en présence de la majorité de ses membres. »

Le collège examine les rapports d'enquête et décide de la suite à leur donner, examine les affaires donnant lieu à une sanction pécuniaire ou disciplinaire<sup>843</sup>. Il prend les sanctions visées aux articles 40 et 42 de la loi du 14 novembre 1994.

**634.** De plus, le président du CMF qui se trouve être le président du Collège peut prendre sur délégation du Collège, la décision d'engager les investigations, habiliter les enquêteurs et transmettre les décisions de poursuites<sup>844</sup>.

**635.** De même, le président saisit le Président du tribunal de première instance de Tunis conformément aux dispositions des articles 43, 44 et 45 de la présente loi et en informe le Procureur de la République lorsque les agissements sont passibles de sanctions pénales.<sup>845</sup>

Aussi, il est de sa compétence d'adresser les injonctions aux personnes qui se rendent coupables des pratiques visées à l'article 40 de la présente loi.

Produire la liste complète des prérogatives du Collège et de son président relèverait d'ailleurs d'une litanie ennuyeuse.

Le Collège et son président se trouvent donc dépositaires, des clefs de toute la procédure de sanction. De l'enclenchement de l'enquête à la prise de la décision de sanction.

Le Collège serait donc, le législateur, le procureur, le policier et le juge du marché boursier tunisien.

**636.** A partir de là, du moment qu'autant de pouvoirs se trouvent réunis entre les mains d'une seule entité, il est légitime de se poser la question de savoir si la procédure de sanction du CMF est conforme aux exigences d'un procès équitable telle qu'exigé par l'article 12 de la Constitution tunisienne<sup>846</sup> ?

---

<sup>843</sup> Article 48 de la loi 94-117 du 14 novembre 1994.

<sup>844</sup> Article 51 de la loi 94-117 du 14 novembre 1994.

<sup>845</sup> Article 50 de la loi 94-117 du 14 novembre 1994.

<sup>846</sup> L'article 12 de la constitution de 1959 disposait que « Tout prévenu est présumé innocent jusqu'à l'établissement de sa culpabilité à la suite d'une procédure lui offrant les garanties indispensables à sa défense. »

Sur ce point il faut dire que l'article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994, reconnaît que le Conseil du Marché Financier se doit de respecter les procédures garantissant les droits de la défense. La dite loi donne aussi le droit aux personnes poursuivies d'être entendues ou de se faire assister par un conseil de leur choix.

**637.** Mais il semblerait bien qu'il s'agisse là des seules mentions concernant les droits des personnes poursuivies par l'autorité de régulation.

C'est bien dommage car en l'état, la procédure de sanction administrative semble porter atteinte aux droits de la défense et aux exigences d'un procès équitable. Ce problème devrait d'ailleurs, revêtir une grande importance au vu des graves sanctions qu'est capable d'édicter le CMF. Ainsi, si dans le cadre de l'exercice de son pouvoir disciplinaire<sup>847</sup>, par exemple, l'autorité de régulation est capable de prononcer « l'interdiction à titre temporaire ou définitif de tout ou partie de l'activité et, le cas échéant, le retrait de l'agrément. »<sup>848</sup> Une sanction qui pourrait s'apparenter à une peine de mort

---

<sup>847</sup> Selon l'article 41 de la loi 94-117 du 14 novembre 1994 :

Le Conseil du Marché Financier est investi d'un pouvoir disciplinaire à l'égard :

- de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, ses dirigeants et de ses personnels ;
- de la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, ses dirigeants et ses personnels ;
- des intermédiaires en bourse, personnes physiques ou morales, leurs dirigeants et le personnel placé sous leur autorité ;
- des dirigeants, des gestionnaires et des dépositaires des fonds et des actifs des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières et du personnel placé sous leur autorité.

<sup>848</sup>L'article 42 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 dispose que « Toute infraction aux lois et règlements ainsi que tout manquement aux règles et usages professionnels applicables aux personnes visées à l'article 41 de la présente loi donnent lieu à sanction par le collège du Conseil du Marché Financier érigé en conseil de discipline.

Les sanctions sont l'avertissement ou le blâme et, pour les personnes autres que la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis et la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de tout ou partie de l'activité et, le cas échéant, le retrait de l'agrément.

La personne appelée à comparaître devant le conseil de discipline est convoquée par lettre recommandée avec accusé de réception, huit jours au moins avant la date prévue pour la tenue du Conseil. Elle obtient sur sa demande communication de copies des pièces du dossier.

Aucune sanction ne peut être prononcée sans que la personne concernée, ou son représentant qualifié, n'ait été entendue ou dûment convoquée. Elle peut se faire assister par un conseil de son choix.

Le conseil de discipline se réunit à la demande de son président ou à la demande du commissaire du gouvernement placé auprès de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis visé à l'article 66 de la présente loi ou de la moitié du nombre de ses membres.

Les décisions du conseil de discipline sont motivées et susceptibles d'appel devant la cour d'appel de Tunis. »

pour les sociétés sanctionnées ou à une peine de mort professionnelle pour les dirigeants sanctionnés. Une conformité rigoureuse aux exigences d'un procès équitable et un respect implacable des droits de la défense s'impose donc comme un préalable à la crédibilité et par conséquent à l'efficacité de la régulation financière.

**638.** C'est pour cela qu'il semble que la mise en œuvre de la procédure de sanction, qu'il s'agisse de sanctions pécuniaires ou disciplinaires devrait se heurter à des difficultés de cet ordre. Celle-ci mériterait d'être réformée afin de se conformer à l'exigence d'impartialité à la charge de l'autorité administrative. Une impartialité qui apparaît douteuse en l'état de la réglementation.

Il faut dire que si les mêmes personnes décident de la mise en accusation du prévenu, forment les griefs visant la personne poursuivie, statuent sur sa culpabilité et sanctionnent cette dernière. Que les mêmes personnes, puissent cumuler les fonctions de poursuite, d'instruction et de jugement, pose assurément un problème quant à l'exigence d'impartialité.

**639.** D'ailleurs, il n'est de ce point de vue pas concevable que le président du CMF, prenne la décision d'enquêter sur le prévenu, qu'il décide de l'ouverture des poursuites et qu'il participe aux délibérations du Collège qui va statuer sur la culpabilité du prévenu et prononcer la sanction. Tout en sachant qu'en cas d'égalité de voix, celle du président est prépondérante.

**640.** Il est donc incontestable, qu'en l'absence d'une séparation des fonctions d'enquête, de poursuite et de jugement ; semblable à celle en vigueur dans les marchés financiers étrangers. C'est-à-dire la présence d'une entité qui se charge de l'instruction et d'une autre qui se charge du jugement, il faudrait que le Collège veille à ce que ce ne soit pas les mêmes personnes qui cumulent toutes ces prérogatives.

Il est certain que la procédure de sanction des manquements administratifs est loin de satisfaire aux standards internationaux qui régissent la matière. Il n'y a

qu'à observer la procédure de sanction telle qu'organisée par l'AMF en France<sup>849</sup>. Mais une séparation des fonctions d'enquête, de poursuite et de jugement ne devrait pas suffire à atteindre les meilleurs standards internationaux car la procédure de sanction administrative doit aussi pallier aux possibles conflits d'intérêts.

## **2- De possibles conflits d'intérêts**

**641.** A côté des magistrats de profession, des représentants du ministère des finances et de la banque centrale de Tunisie et du président, le Collège du Conseil du Marché Financier comporte en son sein des professionnels des marchés financiers. Ainsi, un représentant de la profession des intermédiaires en bourse et trois membres choisis en raison de leur compétence et de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne font partie intégrante du Collège.

**642.** Dans un domaine à la complexité de plus en plus prononcée et caractérisé par une évolution particulièrement rapide, l'intérêt d'un tel panachage est évident. Il s'agit de profiter des compétences technique et pratique de ces personnes. Mais, la problématique qui vaut pour l'autorité administrative française vaut aussi pour son homologue tunisienne. Peut-être même que cette problématique se pose avec plus d'insistance dans le cadre du marché financier tunisien. Un microcosme où quasiment tout le monde se connaît.

**643.** Un conflit d'intérêts est donc tout à fait susceptible de se produire. Ce problème risque d'ailleurs de se poser avec beaucoup plus d'acuité, en l'absence de la possibilité de récuser un des membres du Collège.

---

<sup>849</sup> V. supra pp. 328 et s.

Si les articles 248 et suivants du Code de procédure civile et commerciale permettent au justiciable d'introduire une requête de récusation des membres des tribunaux<sup>850</sup>.

Si ces mêmes raisons énumérées par l'article 248 du Code de procédure civile et commerciale permettent aussi de récuser le juge pénal<sup>851</sup>.

Il apparaît inadmissible que le législateur, n'ait pas aménagé une procédure de récusation des membres du collège. Alors que la présence de ces professionnels est un facteur qui est à même de créer plusieurs situations de conflits d'intérêts.

**644.** De même, le recours contre les décisions du CMF n'est pas suspensif. Toutefois, le Président de la Cour d'appel de Tunis peut ordonner qu'il soit sursis à l'exécution de la décision, si celle-ci est susceptible d'entraîner des conséquences irréversibles.

C'est plutôt le contraire, qui devrait prévaloir. Dans une optique de protection des droits du prévenu, il aurait mieux valu que les recours soient suspensifs, sauf lorsque l'exécution s'avère urgente pour protéger les droits des investisseurs ou l'intégrité du marché.

La procédure de sanction du Conseil du marché financier, semble donc loin de satisfaire aux exigences d'un procès équitable. Une totale refonte de cette procédure semble, ainsi, nécessaire.

---

<sup>850</sup> Article 248 du Code de procédure civile et commerciale : « L'exercice des fonctions judiciaires est, de plein droit, interdit aux membres des tribunaux :

1. dans les affaires où ils sont eux-mêmes parties ou cointéressés, ou coobligés de l'une des parties ou exposés à un recours en garantie ;
2. dans les affaires de leurs femmes même après la dissolution du mariage ;
3. dans les affaires de leurs parents ou alliés à l'infini, en ligne directe, et, en ligne collatérale, de leurs parents jusqu'au sixième degré, ou alliés, jusqu'au quatrième degré ;
4. dans les affaires où ils ont dû agir comme représentant de l'une des parties ;
5. dans les affaires où ils ont été entendus comme témoins ou dont ils ont connu comme juges ou comme arbitres ou à propos desquelles ils ont précédemment exprimé une opinion.
6. s'ils sont créanciers ou débiteurs de l'une des parties ;
7. si l'une des parties est leur employé à gages ;
8. s'il y a procès entre eux et l'une des parties.

<sup>851</sup> C'est ce qui ressort des dispositions de l'article 296 du code de procédure pénale.

**645.** Au final, l'étude de la responsabilité administrative des dirigeants des sociétés cotées et de leurs dirigeants confirme l'adaptation de ce type de responsabilité au monde évolutif et instable des marchés financiers. Malgré des différences notables entre droits tunisien et français, les autorités administratives, semblent disposer de moyens adaptés à la poursuite de la mission qui leur incombe. Des moyens qui sont de toute façon supérieurs à ceux dont disposent les autorités judiciaires.

A partir de cette constatation, une question s'impose : ces autorités ont –elle usé des moyens dont elles disposent de la meilleure des manières ? Quid alors de l'efficacité de l'action des autorités de régulation des marchés financiers ?

## SECTION II

### UNE EFFICACITE VARIABLE

**646.** Le pouvoir de sanction conféré à l'autorité de régulation est la pierre angulaire sur laquelle repose toute sa capacité à mener à bien les missions qui lui ont été conférées par le législateur.

Il n'y a, en effet, pas de doute sur le fait qu' « un régulateur privé de la faculté de punir est un régulateur qui perd beaucoup de son autorité »<sup>852</sup>. Sans ce pouvoir de sanction, le poids l'autorité de régulation diminuerait sensiblement.

Et il faut le dire, le pouvoir de sanction conféré au Conseil du marché financier diffère sensiblement de celui octroyé à l'Autorité du marché financier.

Car en dépit des moyens considérables qui sont mis à sa disposition, l'action du Conseil est entravée par différents facteurs. En plus d'être mal servi par une procédure de sanction qui pourrait très bien s'avérer problématique, le Conseil souffre du faible pouvoir de dissuasion des sanctions qu'il est capable d'édicter. Des sanctions au pouvoir dissuasif sensiblement inégal à celui des sanctions administratives françaises (**Paragraphe 1**).

D'ailleurs, les sanctions prononcées par les autorités administratives tunisienne et française, gagneraient en efficacité par l'adoption de certaines améliorations (**Paragraphe 2**).

#### **Paragraphe 1- Un pouvoir de dissuasion inégal**

**647.** L'efficacité de l'action de l'Autorité de régulation des marchés financiers dépend en grande partie des sanctions que celle-ci est capable d'édicter. En effet, le pouvoir de sanction est la base sur laquelle repose toute l'action des autorités de régulation des marchés financiers. Plus ce pouvoir est étendu

---

<sup>852</sup> **Dufour (O)**, « La polémique enfle autour de l'avenir de l'AMF », L.P.A, 23 avril 2008 n° 82, p. 3.

plus l'action de l'autorité devrait être efficace. Plus les sanctions que cette autorité est capable d'édicter sont dures, plus son pouvoir dissuasif sera grand.

D'ailleurs, pour se rendre compte de l'importance qu'accorde l'AMF à ce pouvoir, il n'y a qu'à observer les vives réactions de ses responsables face aux conclusions du rapport Coulon<sup>853</sup>.

Cet attachement de l'autorité française à son pouvoir de sanction fait que les pouvoirs accordés à l'autorité administrative sont en constante progression. Et les crises qui se succèdent n'ont de cesse de renforcer les pouvoirs de sanction du gendarme boursier. Ainsi, la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, a opéré un renforcement tout azimut des pouvoirs de l'AMF. Un renforcement qui fait que les sanctions administratives en France sont dissuasives (**B**).

Au contraire, le CMF ne semble pas attaché à son pouvoir de sanction. En effet, le Conseil est réticent à sanctionner les auteurs des manquements boursiers. Une réticence qui combinée aux faibles sanctions que le Conseil peut édicter, font que les sanctions administratives en matière boursière n'ont qu'un faible pouvoir dissuasif en Tunisie (**A**).

---

<sup>853</sup> Un rapport qui propose pour pallier au cumul d'infractions, de poursuite et de sanction entre l'autorité administrative et la justice pénale de réduire le pouvoir de sanction de l'AMF.

Il propose, pour tous les faits susceptibles de recevoir à la fois la qualification de manquement au règlement de l'AMF et d'infraction pénale, le mécanisme suivant est suggéré :

- obligation pour l'AMF de dénoncer au plus vite au parquet les faits susceptibles de recevoir une qualification pénale, sans attendre la notification de griefs ;
- conduite parallèle de l'enquête AMF et de l'enquête judiciaire, avec des échanges d'informations, de pièces et de demandes d'avis tels qu'ils sont d'ores et déjà pratiqués ;
- dans l'attente de la décision finale du parquet quant à la suite judiciaire ou administrative, l'AMF serait tenue de surseoir à l'engagement de sanctions ;
- à l'issue de l'enquête pénale et après avis de l'AMF, le parquet aurait la possibilité de renvoyer la procédure à l'AMF pour une sanction administrative ;
- au cas où celle-ci ne serait finalement pas prononcée, il serait toujours possible pour le parquet de poursuivre.

**Coulon (J-M)**, « La dépenalisation de la vie des affaires », La Documentation française, Coll. des rapports officiels, 2008, également accessible à l'adresse Internet suivante : <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000090/0000.pdf>

## **A- Des sanctions non dissuasives**

**648.** Différents facteurs nous amènent à douter de l'efficacité de l'action de l'autorité administrative tunisienne. En effet, l'action du Conseil du marché financier pêche, sur deux points essentiels :

D'une part, le CMF ne semble pas user des ressources et des prérogatives mises à sa disposition de la meilleure des manières et fait preuve d'un manque de fermeté flagrant dans la sanction des atteintes à la réglementation boursière (1). D'autre part, les sanctions qu'est habilité à prononcer le Conseil sont bien faibles (2).

### **1- Un manque de fermeté flagrant**

**649.** Il est tout à fait étonnant de constater la non utilisation par le CMF de son pouvoir de sanction. Surtout lorsqu'on voit l'importance qu'attache l'autorité de régulation française à ce pouvoir et l'acharnement dont celle-ci fait preuve lorsqu'il s'agit de défendre cette prérogative face aux rapports et avis doctrinaux qui proposaient de lui ôter cette faculté de châtier les contrevenants à son règlement.

**650.** L'attitude du CMF pourrait nous induire à croire en l'illusion d'une parfaite harmonie, probité et intégrité des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants.

Malheureusement, au vu de plusieurs éléments concrets, il nous est permis de douter de cette vision idyllique des marchés boursiers tunisiens.

Ainsi, lorsqu'il s'agit du respect par les sociétés cotées en bourse de leurs obligations en matière d'information du public, une des missions les plus importantes du Conseil, le constat est peu reluisant.

**651.** Une étude<sup>854</sup> commandée par le Conseil du Marché Financier suite à une initiative conjointe avec la Banque Mondiale et financée par un don du Gouvernement Japonais dans le cadre des études liées aux réformes du secteur financier, est édifiante.

En effet, la pratique boursière montre que l'information financière annuelle se limite à la production des comptes annuels avec des commentaires minimums. Il est à rappeler, que le contenu de ces comptes a été précisé par les articles 3 de loi n°94-117 du 14 novembre 1994 et 42 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne. Mais la plupart des sociétés ne satisfont pas à l'ensemble de leurs obligations. De même, beaucoup de sociétés publient leur information annuelle en retard.

**652.** Certes, il y'a une amélioration. A la lecture des différents rapports annuels du CMF, on s'aperçoit que le CMF fait l'éloge de « l'ancrage de plus en plus profond de la culture de la transparence dans l'esprit d'une grande partie des dirigeants des sociétés faisant appel public à l'épargne, surtout celles admises à la cote, dont la plupart, ont pris conscience de leur responsabilité à l'égard du marché »<sup>855</sup>.

Pourtant cette année-là, 33,33% des sociétés admises à la cote n'ont pas respecté le délai de dépôt auprès du CMF des documents approuvés par les AGO tenues en 2006.

En ce qui concerne les états financiers intermédiaires en juin 2006, 27,66 % des sociétés admises à la cote de la bourse ne respectaient pas le délai de dépôt auprès du CMF des états financiers intermédiaires tels qu'arrêtés au 30 juin 2006.

Pour la même année, Le degré de respect du délai légal des déclarations de franchissement de seuils de participation était de 4,44% pour les personnes physiques et 31,11% pour les personnes morales.

De même, en 2006 l'examen de la conformité aux exigences réglementaires du contenu des rapports d'activités des sociétés qu'elles soient admises à la

---

<sup>854</sup> « Etude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie », mai 2002 disponible sur le site : [www.cmf.org.tn](http://www.cmf.org.tn)

<sup>855</sup> Rapport annuel du CMF 2006, p41.

côte ou non admises, montre que les sociétés faisant appel public à l'épargne sont encore loin de satisfaire à leurs obligations légales en la matière.

En 2008, le rapport annuel du CMF nous apprend que 23 émetteurs n'ont pas rendu leur rapport annuel à temps<sup>856</sup>.

En 2009, la situation n'a pas changé. Face aux retards sans cesse réitérés de la part de certaines entreprises cotées en bourse<sup>857</sup>, dans la publication des indicateurs d'activité fixés selon les secteurs, le CMF réagit par une simple invitation à se conformer aux exigences légales.

**653.** Pourtant, l'article 82 de la loi du 14 novembre 1994, tel que modifié par la loi du 18 octobre 2005, autorise le Conseil à prononcer des sanctions pécuniaires à l'encontre des dirigeants des sociétés qui ne se conforment pas à ces obligations de transparence.

Pis encore, la lecture du rapport annuel 2008 du Conseil, nous apprend qu'en 2005, les services de l'autorité de régulation du marché financier ont détecté des opérations d'achats et de ventes d'une société cotée en bourse ayant pour effet une évolution significative de l'action de cette société. Les investigations ont abouti à la preuve qu'un investisseur est intervenu continuellement sur le marché avec des opérations d'achats et de ventes à travers plusieurs intermédiaires en bourse avec pour conséquence une entrave au bon fonctionnement du marché et une évolution non justifiée de prix des actions<sup>858</sup>.

**654.** Là encore, le CMF a fait preuve d'une mansuétude particulièrement surprenante puisqu'il « s'est contenté d'ordonner à l'investisseur de cesser ses

---

<sup>856</sup> Rapport annuel du CMF 2008, p. 51.

<sup>857</sup> Celles-ci ne respectaient pas les dispositions de l'article 21 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier tel que modifié par la loi n°2005-96 du 18 octobre 2005 dans son article 18 qui leur impose de déposer, au conseil du marché financier et à la bourse des valeurs mobilières de Tunis ou de leur adresser, outre les documents prévus à l'article 3 de la présente loi, des indicateurs d'activité fixés selon les secteurs, par règlement du conseil du marché financier, et ce, au plus tard vingt jours après la fin de chaque trimestre de l'exercice comptable.

Lesdites sociétés doivent procéder à la publication desdits indicateurs trimestriels au bulletin officiel du conseil du marché financier et dans un quotidien paraissant à Tunis.

<sup>858</sup> Rapport annuel 2008 du CMF p. 64.

agissements et de ne plus recommencer ses forfaitures à l'avenir ». Quelle dure sanction pour un délit !

On est en droit de se poser des questions sur les raisons qui ont empêché l'autorité administrative d'édicter les sanctions pécuniaires prévues par l'article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994<sup>859</sup> .

La réponse du Conseil est donc, toujours la même, « pédagogique »<sup>860</sup>. Pour cette institution, il est clair que là où des sanctions, ou des injonctions devraient être pris, une simple invitation de faire ou de ne pas faire suffit. Pas de quoi dissuader les éventuels fraudeurs.

**655.** La presse spécialisée se fait l'écho d'autres affaires pour le moins troublantes.

Le titre boursier SOTETEL a caracolé pendant un bon bout de temps, à la tête des hausses à la bourse de Tunis. Ces hausses étaient dues à des rumeurs de l'imminence d'une offre publique d'achat (OPA) sur les titres de la SOTETEL.

Le CMF a fini par réagir, en invitant la société à communiquer si elle avait des informations pouvant justifier la hausse constatée.

La Sotetel a démenti, par communiqué, qu'il y'ait un fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative sur le cours boursier.

Le titre de la Sotetel a alors chuté considérablement durant les jours suivant la publication de ce communiqué. Pourtant, là encore le CMF n'a pas donné suite et n'a rien fait pour arrêter les agissements de ces propagateurs de rumeurs.

---

<sup>859</sup> Ce texte prévoit une amende de 20.000 dinars et lorsque des profits ont été réalisés, cette amende peut atteindre le quintuple du montant des profits réalisés à condition que le montant de l'amende soit fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits tirés de ces manquements.

<sup>860</sup> **Ben Hedi (R)**, « Tunisie : le CMF rappelle, une fois encore, aux entreprises leurs obligations », 13/01/2009  
<http://www.businessnews.com.tn/BN/BN-lirearticle.asp?id=1086180>

**656.** Une enquête aurait sûrement dû être diligentée pour savoir qui a propagé ces rumeurs. Savoir qui a profité des hausses et des cours du titre aurait pu aider le CMF dans ses recherches.

Mais voilà, pour ce faire, il aurait fallu qu'il y'ait une volonté de la part du CMF de sévir face à ces atteintes à l'intégrité et à la transparence des marchés financiers. Et là on peut difficilement trouver une explication à ce laxisme dont fait preuve l'autorité de régulation. En effet, il est inconcevable que le marché boursier tunisien puisse être manipulé par des spéculateurs propageant des rumeurs et faisant augmenter (ou baisser) le titre de leur choix.<sup>861</sup>

**657.** Plus récemment, le « mystère » de l'envolée vertigineuse de la valeur de l'action de la société cotée à la bourse de Tunis Electrostar n'a pas ému outre mesure le CMF.

Malgré une situation financière pas du tout avantageuse et un taux d'endettement alarmant, le cours de Bourse de cette société a connu une hausse très importante. Alors que le titre était coté à 3,700 dinars le 12 mars 2012 sa valeur a grimpé à hauteur de 16,260 dinars, le 9 mai 2012. Chaque jour, 20 000 titres en moyenne ont changé de main, contre moins de 500 au cours des deux mois qui ont précédé. Cette toute petite valeur, peu liquide, a vu sa part dans les échanges multipliée par 50<sup>862</sup>.

Aucune enquête n'a été diligentée pour connaître les raisons ayant conduit à cette hausse déraisonnable. Le CMF s'est contenté d'inviter la société concernée à expliquer les mouvements en bourse observés récemment sur ses titres.

---

<sup>861</sup> **Bahloul (N)**, « Le marché boursier tunisien ressemble-t-il à un jouet entre les mains de spéculateurs ? », [http://www.businessnews.com.tn/details\\_article.php?t=520&a=22112&temp=1&lang=&w=,20/10/2010](http://www.businessnews.com.tn/details_article.php?t=520&a=22112&temp=1&lang=&w=,20/10/2010)

<sup>862</sup> **Maury (F)**, « Electrostar, un mystère qui électrise le marché », 25 avril 2012, disponible sur <http://www.jeuneafrique.com/Article/JA2674p128-129.xml0/>. ; **Ben Hedi (R)**, « Bourse de Tunis - Suspension de la cotation d'Electrostar », <http://www.businessnews.com.tn/Bourse-de-Tunis---Suspension-de-la-cotation-d%E2%80%99Electrostar,520,30975,3>

En réponse à la lettre du Conseil du Marché Financier, la société a communiqué ce qui suit :

« La société ELECTROSTAR informe ses actionnaires qu'aucune information ou évènement n'est intervenu, susceptible de provoquer une telle hausse du cours et des titres échangés ou de l'expliquer »<sup>863</sup>.

Aucune explication n'est donc donnée à cette envolée mystérieuse du prix de l'action de cette société et le CMF ne trouve rien à y redire.

**658.** Voilà, le constat est là, un nombre encore trop important d'émetteurs ne se conforment pas aux exigences légales en matière d'information financière. Un nombre trop important de sociétés faisant appel public à l'épargne privent les investisseurs d'informations sur la situation réelle de l'entreprise.

**659.** Il faut dire à cet égard, que le manque de fermeté du CMF n'est pas étranger à cette situation. Car au-delà de la comparaison, peu flatteuse pour le CMF, avec l'Autorité des marchés financiers française, le parallèle avec le Conseil de la concurrence met en exergue l'inaction du CMF.

En effet, à plusieurs reprises le Conseil de la concurrence a prononcé des sanctions à l'égard d'entreprises qui se rendent coupables de pratiques anti-concurrentielles. Ainsi, dans une décision n° 3146 en date du 27 mars 2004, le Conseil de la concurrence a infligé à une société à laquelle il reproche un abus de position dominante, une peine d'amende de l'ordre de 100.000 dinars. Le Conseil a en outre obligé cette société à publier la décision de sanction dans deux quotidiens.

De même, dans sa décision n°81168 en date du 20 mai 2010, le Conseil de la concurrence a sanctionné la société « Mecanica » d'une peine d'amende pour des pratiques portant atteinte à la concurrence d'une peine d'amende de 80.000 dinars.

---

<sup>863</sup> Communiqué du CMF du 30 mars 2012, disponible sur : [http://www.cmf.org.tn/pdf/publication\\_cmf/communique\\_cmf/comste\\_300312\\_ELECTROSTAR.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/communique_cmf/comste_300312_ELECTROSTAR.pdf)

Dans une autre affaire, objet de la décision n°81180 en date du 22 juillet 2010, le Conseil de la concurrence a prononcé à l'égard de plusieurs sociétés productrices de livres scolaires des sanctions pour entente illicite consistant en des peines d'amende allant de 5000 à 80000 dinars.

**660.** Il est grand temps que le CMF engage le combat. L'autorité de régulation se doit d'utiliser toute la panoplie de moyens qu'a mis le législateur à sa disposition. A défaut, le sentiment d'impunité qui prévaut ne pourra que perdurer.

L'autorité de régulation des marchés financiers se doit de renforcer le suivi de l'information permanente actuellement livrée à la volonté totale des émetteurs. Celle-ci, doit à ce niveau être davantage à l'écoute du marché en mettant en place une cellule de suivi et de collecte d'informations qui soit constamment en contact avec les intermédiaires et la Bourse et ce, afin d'obliger les dirigeants à confirmer ou démentir de manière officielle et rapide les rumeurs pouvant influencer les cours. L'autorité administrative, se doit de mettre en place et d'appliquer des sanctions pécuniaires et administratives aux sociétés résistant à ses injonctions<sup>864</sup>. De même, l'autorité de régulation, ne doit pas se décharger de ses obligations sur les experts auditeurs.

**661.** Le CMF en a peut-être pris conscience et semble lentement s'engager dans la voie d'une plus grande fermeté.

Ainsi, dans une décision récente, le Conseil a enfin décidé de sévir et d'exercer ses pouvoirs de sanction et ce suite au défaut de déclaration dans le délai réglementaire du franchissement du seuil de participation de 5%. Le CMF a décidé de priver l'investisseur intéressé ainsi que les personnes avec lesquelles il agit de concert, de l'exercice de leur droit de vote au titre des actions détenues en franchissement du seuil de 5% du capital de la

---

<sup>864</sup>« Etude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie », mai 2002 p 128. Disponible sur le site : [www.cmf.org.tn](http://www.cmf.org.tn)

SOTUVER. Et de prononcer une sanction pécuniaire de mille dinars à l'encontre de l'intéressé<sup>865</sup>.

**662.** Pourvu que ça dure. Il en va de la crédibilité de l'autorité de surveillance des marchés et de l'avenir des marchés financiers tunisiens. Surtout que le contexte risque de se compliquer avec l'internationalisation des marchés financiers.

La première double cotation d'une société à la bourse de Tunis et à une bourse étrangère<sup>866</sup>, qui aurait dû être suivie par la double cotation de Tunisie Telecom à la BVMT et Euronext Paris<sup>867</sup>, augure de nouvelles complications que devra apprendre à gérer le Conseil.

**663.** Au final, il apparaît évident que l'autorité tunisienne de régulation des marchés financiers ne semble pas croire en son pouvoir de sanction. Elle semble plus croire en la pédagogie qu'en la sanction. Ainsi, le gendarme boursier ne fait usage de son pouvoir de sanction disciplinaire que rarement. Quant à son pouvoir de sanctionner pécuniairement sociétés cotées en bourse et dirigeants sociaux, le Conseil ne semble pas du tout y avoir recours.

A cet état de fait, s'ajoute le faible effet dissuasif opéré par les montants des sanctions pécuniaires ridiculement basses qu'est en mesure d'édicter le Conseil du Marché Financier.

---

<sup>865</sup> Décision du 31 décembre 2009 dont l'annonce est disponible sur [http://www.cmf.org.tn/pdf/publication\\_cmf/communiqu%C3%A9\\_cmf/com\\_311209\\_Franchissement\\_du\\_seuil\\_de\\_participation.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/communiqu%C3%A9_cmf/com_311209_Franchissement_du_seuil_de_participation.pdf). On peut regretter à cet égard que le CMF ne publie pas le texte intégral de la décision de sanction comme le font ses homologues étrangers en France ou aux Etats-Unis.

<sup>866</sup> Ennaki est entré en bourse via une double cotation à la Bourse de Tunis et à la Bourse de Casablanca, au moyen d'une ouverture de son capital au public à hauteur de 40 % (30 % placé en Tunisie et 10 % au Maroc), par la cession de 9 000 000 d'actions au prix unitaire de 10,700 dinars l'action pour la Tunisie et de 3 000 000 d'actions à 64,22 dirhams au Maroc et ce en juin 2010. Voir <http://www.leaders.com.tn/article/double-cotation-du-tunisien-ennaki-automobiles-a-la-bourse-de-tunis-et-a-la-bourse-de-casablanca>

<sup>867</sup> Tunisie Telecom lance son entrée en bourse à Paris et Tunis, <http://www.leaders.com.tn/article/tunisie-telecom-lance-son-entree-en-bourse-a-paris-et-tunis?id=3490>.

## **2- De faibles sanctions**

**664.** La faible dissuasion des sanctions édictées par le Conseil du marché financier découle de deux points essentiels.

En premier lieu, contrairement aux sanctions édictées par l'AMF et qui atteignent des montants stratosphériques<sup>868</sup>, les sanctions pécuniaires qu'est capable du Conseil sont d'un montant très bas (**a**).

Ensuite, alors que la publication des sanctions édictées par l'AMF est automatique<sup>869</sup>, cette publication n'est qu'une faculté offerte au CMF qui demeure libre de ne pas procéder à une telle publication (**b**).

### **a- Des amendes au montant très bas**

**665.** Le Conseil du Marché Financier est habilité, lors d'une réunion de son collège tenue à cet effet, après respect des procédures garantissant les droits de défense, à prononcer à l'encontre des auteurs des pratiques contraires à son règlement<sup>870</sup> une amende au profit du Trésor Public qui ne peut excéder 20.000 dinars et lorsque des profits ont été réalisés, cette amende peut atteindre le quintuple du montant des profits réalisés à condition que le montant de l'amende soit fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits tirés de ces manquements<sup>871</sup>.

**666.** Là encore, une comparaison avec les sanctions pécuniaires que sont en mesure d'infliger les autorités administratives étrangères est édifiant.

En France, on l'a vu, l'Autorité des marchés financiers est en mesure d'édicter des amendes allant jusqu'à 100 millions d'euros.

---

<sup>868</sup> V. infra p. 354.

<sup>869</sup> V. infra p.358.

<sup>870</sup> Lorsque ces pratiques ont pour effet de :

- fausser le fonctionnement du marché ;
- procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché ;
- porter atteinte au principe d'égalité d'information ou de traitement des épargnants ou à leurs intérêts ;
- faire bénéficier les émetteurs et les épargnants des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

<sup>871</sup> Article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

En Jordanie, le Conseil du marché financier est en droit d'infliger une amende allant jusqu'à cinquante mille dinars<sup>872</sup>.

**667.** Par ailleurs, la comparaison avec les sanctions qu'est capable de prononcer le Conseil de la concurrence fait ressortir la faiblesse des peines d'amende qu'est habilitée à prononcer le CMF.

Ainsi, l'article 34 de la loi n°91-64 du 29 juillet 1991, relative à la concurrence et aux prix habilite le Conseil de la concurrence à sanctionner les opérateurs ayant méconnu l'une des prohibitions édictées par l'article 5 de cette loi<sup>873</sup>, d'une peine d'amende pouvant atteindre 5% du chiffre d'affaires réalisé en Tunisie par l'opérateur concerné aux cours du dernier exercice écoulé.

Une telle amende peut atteindre des sommes très importantes, en fonction de la taille de l'entreprise poursuivie et peut remplir un rôle dissuasif.

**668.** Au final, il est évident qu'au vu des enjeux financiers énormes générés par les sociétés cotées en bourse, les peines d'amende qu'est capable de prononcer le Conseil de la concurrence est loin d'être dissuasive surtout que les infractions boursières ne génèrent pas forcément de profit mais peuvent porter gravement atteinte à la réputation d'une place boursière.

---

<sup>872</sup> Article 22 de la loi jordanienne relative aux valeurs mobilières, 2002.

<sup>873</sup> Aux termes de l'article 5 nouveau de la loi n°91-64 du 29 juillet 1991 : « Sont prohibées, les actions concertées, les collusions et les ententes expresses ou tacites ayant un objet ou un effet anticoncurrentiel, et lorsqu'elles visent à :

1. faire obstacle à la fixation des prix par le libre jeu de l'offre et de la demande, limiter ou contrôler la production, les débouchés, les investissements, ou le progrès technique,
2. répartir les marchés ou les sources d'approvisionnement.

Est prohibée, également, l'exploitation abusive d'une position dominante sur le marché intérieur ou sur une partie substantielle de celui-ci, ou d'un état de dépendance économique dans lequel se trouve une entreprise cliente ou fournisseur qui ne dispose pas de solutions alternatives, pour la commercialisation, l'approvisionnement ou la prestation de service.

L'exploitation abusive d'une position dominante ou d'un état de dépendance économique peut consister notamment en refus de vente ou d'achat, en ventes ou achats liés, en prix minimums imposés en vue de la revente, en conditions de vente discriminatoires ainsi que dans la rupture de relations commerciales sans motif valable ou au seul motif que le partenaire refuse de se soumettre à des conditions commerciales injustifiées.

Est nul, de plein droit, tout engagement, convention ou clause contractuelle se rapportant à l'une des pratiques prohibées en vertu des paragraphes 1 et 2 du présent article.

Est également prohibée, toute offre de prix ou pratique de prix abusivement bas susceptible de menacer l'équilibre d'une activité économique et la loyauté de la concurrence sur le marché. »

## ***b- Une publication possible des décisions***

**669.** Complémentairement, le Conseil du Marché financier peut également ordonner aux frais des intéressés la publication de ses décisions dans les journaux qu'il désigne dans les 15 jours qui suivent l'ordre de publier<sup>874</sup>.

Ce dispositif s'avère particulièrement intéressant pour le Conseil. En effet, en annonçant les sanctions prises à l'encontre des contrevenants à la réglementation, l'attention est attirée sur le rôle du CMF en tant qu'organe de contrôle et de surveillance du marché financier, garant de la protection de l'épargne. De plus, en donnant l'exemple, un effet dissuasif peut être ainsi obtenu ce qui pourrait empêcher d'autres intervenants de transgresser la loi. Le CMF gagne ainsi non seulement en termes d'image mais aussi en termes de moralisation des divers intervenants<sup>875</sup>.

**670.** Et il faut dire à cet égard, que dans les cadre de sanctions disciplinaires dirigées à l'encontre de la société d'intermédiation FINACORP en la personne de son représentant légal, le CMF a procédé à la publication de la sanction sur son site internet<sup>876</sup>.

Il en a été de même concernant une sanction disciplinaire infligée à la « Société Internationale d'Intermédiation et de Conseil en Finance et Investissement - SICOFI », en la personne de son représentant légal<sup>877</sup>.

On aurait, par contre, préféré que le CMF publie l'intégralité du texte des décisions de sanction prononcées. Et ce pour des raisons pédagogiques afin de faciliter l'accès à la jurisprudence du CMF.

---

<sup>874</sup> Article 40 alinéa 4 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

<sup>875</sup> « Etude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie », Mai 2002 p134. Disponible sur le site [www.cmf.org.tn](http://www.cmf.org.tn)

<sup>876</sup> V. communiqué CMF du 29 novembre 2011, [http://www.cmf.org.tn/pdf/publication\\_cmf/communiqu%C3%A9\\_cmf/com\\_291111\\_fr.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/communiqu%C3%A9_cmf/com_291111_fr.pdf)

<sup>877</sup> V. communiqué CMF du 19 novembre 2010, [http://www.cmf.org.tn/pdf/publication\\_cmf/communiqu%C3%A9\\_cmf/com\\_191110\\_sanction\\_SICOFI\\_fr.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/communiqu%C3%A9_cmf/com_191110_sanction_SICOFI_fr.pdf)

**671.** D'ailleurs, cette sanction aurait été plus dissuasive si elle avait été automatique et non pas laissée à la discrétion du CMF. Et ce à l'instar de ce qui prévaut en France où les sanctions administratives sont dissuasives.

## ***B- Des sanctions dissuasives***

**672.** La reconnaissance à l'autorité française de régulation des marchés financiers d'un pouvoir réglementaire et d'un pouvoir de sanction a sans doute contribué à rendre plus efficace la répression des comportements frauduleux sur les marchés boursiers.

Sur ce point, l'Autorité des marchés financiers n'a pas à se plaindre. Celle-ci est capable d'édicter des sanctions financières extrêmement dures. D'ailleurs, le montant des sanctions que peut prononcer l'AMF a été récemment décuplé (1). Mais l'effet, de dissuasion n'opère pas uniquement à travers le montant de la sanction potentielle. L'AMF est, en effet, capable de toucher un point sensible pour toute société et tout dirigeant : l'image et la réputation. Car les décisions de sanctions prononcées par la Commission des sanctions font l'objet d'une publication automatique (2).

### ***1- Des sanctions au quantum décuplé***

**673.** Les auteurs de pratiques contraires aux règlements boursiers s'exposent à des sanctions pécuniaires d'une particulière importance. Ainsi, le montant des amendes qu'est capable d'édicter l'AMF a été tout récemment multiplié par dix<sup>878</sup> pour atteindre un maximum de cent millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés. Ces sommes sont versées au Trésor public.

**674.** La tentative ou la commission d'un manquement d'initié, manipulation de cours ou diffusion d'une fausse information ou tout autre manquement de

---

<sup>878</sup> **Capdeville (J-L)**, « Présentation générale de la loi de régulation bancaire et financière », L.P.A., 22 octobre 2010 n° 211, p. 3.

nature à porter atteinte à la protection des investisseurs, fait encourir à la société cotée en bourse et à ses dirigeants une amende maximale de 100 millions d'euros ou le décuple du montant des profits éventuellement réalisés<sup>879</sup>.

**675.** La gravité de l'amende infligée par la commission des sanctions de l'AMF dépend de plusieurs facteurs.

Ainsi, plusieurs éléments sont considérés comme aggravants par la commission des sanctions. Il en est ainsi, de la multiplicité des manquements<sup>880</sup>, de la répétition des manquements<sup>881</sup>, de la qualité de professionnel du mis en cause<sup>882</sup>, de l'effet du manquement sur le marché<sup>883</sup>, de l'ampleur du préjudice subi par les épargnants<sup>884</sup>, de l'importance des profits ou avantages réalisés<sup>885</sup>, de l'importance pour le marché de l'information dissimulée ou communiquée<sup>886</sup> ou encore de la méconnaissance des principes essentiels de l'information financière<sup>887</sup>.

**676.** D'autres circonstances sont par contre considérées comme atténuantes. La situation financière du mis en cause<sup>888</sup>, la situation personnelle du mis en cause<sup>889</sup>, le jeune âge ou l'inexpérience du mis en cause<sup>890</sup>, les efforts et diligences effectués par le prévenu depuis les manquements<sup>891</sup>, le caractère récent de règles méconnues<sup>892</sup> ou dont la portée a pu ne pas apparaître

---

<sup>879</sup> Ces plafonds concernent les manquements commis après l'entrée en vigueur de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010.

<sup>880</sup> Ex : AMF, 6 décembre 2007

<sup>881</sup> Ex : AMF, 1er mars 2007

<sup>882</sup> Ex : apporteur d'affaire AMF, 4 décembre 2008 ; ou analyste, AMF, 12 novembre 2009

<sup>883</sup> Ex : gravité du manquement relatif à un dépassement du délai de livraison en raison de son incidence sur la fluidité et l'intégrité du marché, AMF, 4 septembre 2008

<sup>884</sup> Ex : AMF, 26 octobre 2006

<sup>885</sup> Ex : AMF, 17 décembre 2009

<sup>886</sup> Ex : AMF, 4 décembre 2008

<sup>887</sup> V. par exemple : AMF, 16 décembre 2010

<sup>888</sup> Ex : difficultés économiques ou redressement judiciaire de la société, AMF 1er mars 2009 ; AMF, 15 octobre 2009

<sup>889</sup> Ex : sans emploi AMF, 5 mars 2009 ; AMF 21 janvier 2010

<sup>890</sup> Ex : AMF, 16 novembre 2006 ; AMF, 4 septembre 2008

<sup>891</sup> Ex : dispositions prises pour prévenir le renouvellement des manquements AMF, 5 octobre 2006 ; dispositions prises par la société pour dédommager ses clients, AMF, 18 juin 2009 ; mise en conformité avec la réglementation, AMF, 20 mai 2010 ; AMF, 28 janvier 2010

<sup>892</sup> Ex : règles relatives aux obligations de déclaration des dirigeants AMF, 1er octobre 2009

clairement <sup>893</sup>ou encore l'absence de gravité du manquement<sup>894</sup> sont autant d'éléments qui font que la commission des sanctions revoit à la baisse le montant des sanctions pécuniaires qu'elle prononce.

**677.** D'autres éléments n'entrent pas en compte et sont indifférents pour la détermination de la sanction.

Ainsi, la circonstance, sans incidence sur la continuité de la personne morale, que postérieurement aux faits reprochés les principaux dirigeants de la société ont été changés, ne peut être prise en compte pour la détermination du montant de la sanction<sup>895</sup>.

Dans tous les cas, le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés des manquements<sup>896</sup>, ce qui est une application du principe de proportionnalité des sanctions.

**678.** La commission des sanctions n' pas eu la main légère en matière de quantum des sanctions et a infligé de lourdes amendes aux émetteurs et à leurs dirigeants.

Ainsi, pour un manquement d'initié la commission des sanctions est allée jusqu'à infliger une amende de 5 000 000 € à une Personne physique<sup>897</sup> et de 1 500 000 € à une personne morale<sup>898</sup>. De même, en matière de manipulation de cours, la commission des sanctions a infligé une amende de 7 114 668 € à une personne morale<sup>899</sup> et de 1 770 480 € à une personne physique<sup>900</sup>. Les peines pour un manquement à l'obligation d'information du public semblent plus légères. Ainsi, la commission des sanctions a infligé une amende de 1

---

<sup>893</sup> Ex : règle relative au délai de livraison des titres AMF, 27 novembre 2008.

<sup>894</sup> Modicité des sommes en cause, manquement insusceptible d'affecter le marché, AMF, 4 novembre 2010.

<sup>895</sup> AMF, 1er octobre 2009

<sup>896</sup> Article L. 621-15-III, dernier alinéa du code monétaire et financier.

<sup>897</sup> AMF, 20 novembre 2008, par un arrêt du 24 novembre 2009, la cour d'appel de Paris a réduit le montant de cette sanction à 3 000 000 €.

<sup>898</sup> AMF, 7 juin 2007, manquement d'initié.

<sup>899</sup> AMF, 9 mars 2006.

<sup>900</sup> AMF, 9 mars 2006, manipulation de cours.

500 000 €<sup>901</sup> à une personne morale et de 1 500 000 €<sup>902</sup> à une personne physique<sup>903</sup>.

On le voit donc, le montant des sanctions est dissuasif et est de nature à conférer plus d'efficacité à l'action de l'autorité de régulation.

**679.** Il semble tout de même regrettable, que contrairement à l'amende pénale, la sanction administrative peut être inférieure au profit réalisé, ce qui n'apparaît guère dissuasif. Dans une décision<sup>904</sup> du 1er juin 2006, l'AMF, a tenu compte « des circonstances particulières dans lesquelles le manquement a été commis et des efforts entrepris, au sein de la société, dès le début de l'enquête, pour prévenir le renouvellement de faits de cette nature », et a édicté une sanction pécuniaire d'un montant de 50 000 €, à l'encontre d'un initié ayant dégagé un profit de 133 300 €, lui permettant ainsi de réaliser un gain résiduel de 83 300 €.

**680.** La solution retenue par l'AMF semble reprendre certains travers de la COB qui sanctionnait moins sévèrement que le juge pénal les ventes de titres par un initié en possession d'une information privilégiée, avant une baisse des cours<sup>905</sup>.

Alors que les opérations d'initiés sont des infractions qui se caractérisent par leur faible taux et leur important coût de détection, et qui nécessitent par conséquent selon une analyse économique le recours à une forte amende pour assurer l'efficacité de la répression et « permettre aux individus de mesurer le dommage exact qu'engendre leur comportement, non pas à travers la perception biaisée qu'ils ont du sort des autres, mais à travers le coût que la sanction leur impose »<sup>906</sup>.

---

<sup>901</sup> AMF, 29 mars 2007.

<sup>902</sup> AMF, 13 décembre 2010.

<sup>903</sup> Communiqué AMF, « Le montant de la sanction pécuniaire », 27 janvier 2011 [http://www.amf-france.org/documents/general/9650\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9650_1.pdf)

<sup>904</sup> **Stasiak (F)**, Note sous décision AMF du 1er juin 2006, Bull. Joly bourse 2006 p.764.

<sup>905</sup> **Sonntag (C)**, « Préjudice et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique », in « L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe », sous la direction de **Deffains (B)**, **Stasiak (F)**, 2004, LGDJ, p. 152

<sup>906</sup> **Sonntag (C)**, Op.cit p. 140

**681.** En tous cas, il est certain qu'infliger une sanction pécuniaire inférieure au profit retiré par celui qui a commis un délit boursier ne peut participer à la préservation de l'intégrité des marchés boursiers et au renforcement de la confiance des investisseurs en ces marchés<sup>907</sup>.

**682.** Par contre, bien que participant à renforcer le pouvoir de dissuasion de l'autorité administrative, le rehaussement du plafond des sanctions n'a pas que des côtés positifs. Ainsi, ce rehaussement est traditionnellement critiqué par les associations d'actionnaires minoritaires qui la jugent contre-productive puisque les premiers pénalisés seraient les actionnaires<sup>908</sup>. En effet, une amende d'une telle ampleur ne manquerait pas de peser sur le cours de bourse de la société épinglée.

D'autres pouvoirs de sanction attribués à l'AMF sont susceptibles, par ailleurs, de participer à renforcer le pouvoir de dissuasion de l'autorité de régulation du marché boursier. Il en est ainsi, de la publication des décisions de sanction.

## **2- Une publication automatique des décisions de sanction**

**683.** La dissuasion s'opère également à travers, la possibilité donnée à la commission des sanctions de rendre publique sa décision, aux frais des personnes sanctionnées, par des insertions dans des publications, journaux ou supports qu'elle désigne<sup>909</sup>. Cette mesure est très redoutée par les professionnels.

La publication des sanctions prononcées a été rendue automatique par la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière. Le principe est néanmoins accompagné d'un tempérament. En effet, lorsque la publication en question sera susceptible « de perturber gravement les marchés financiers ou

---

<sup>907</sup> **Stasiak (F)**, « Répertoire sociétés Dalloz, délits et manquements boursiers », septembre 2007 §51.

<sup>908</sup> Le Monde du 4 mars 2005.

<sup>909</sup> Article L. 621-15-V du code monétaire et financier.

de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause », la décision de la Commission pourra l'écartier<sup>910</sup>.

**684.** Les éventuels auteurs des manquements aux réglementations de l'AMF devraient donc y réfléchir à deux fois avant de commettre leur larcin car leur réputation est en jeu si leurs infractions sont découvertes par l'autorité administrative.

**685.** Toujours, dans un souci de transparence et pour obtenir un effet dissuasif, la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière<sup>911</sup> a rendu les séances de la Commission des sanctions, par principe, publiques. Ce qui n'était pas le cas avant la promulgation de cette loi. Mais, ce principe n'est pas absolu et les séances ne seront pas toujours publiques. Car, d'office ou sur la demande d'une personne mise en cause, le président de la formation saisie de l'affaire pourra interdire au public l'accès de la salle pendant tout ou partie de l'audience. Et ce lorsque, l'intérêt de l'ordre public, de la sécurité nationale ou lorsque la protection des secrets d'affaires ou de tout autre secret protégé par la loi l'exigera.

**686.** Au final, les sanctions prononcées par l'AMF se révèlent dissuasives grâce à leur fort montant et à la publicité qui est faite autour d'elles.

En Tunisie, le constat est tout autre. Malgré des textes en apparence similaires à la législation française, l'action du Conseil du marché financier est marquée par une inefficacité patente due au faible pouvoir dissuasif qu'elle opère.

Néanmoins, un constat est partagé entre les droits tunisiens et français : l'efficacité des autorités de régulation que sont le CMF et l'AMF pourrait s'améliorer à travers l'adoption de certaines mesures.

---

<sup>910</sup> **Capdeville (J-L)**, « Présentation générale de la loi de régulation bancaire et financière », Op.cit. p. 3.

<sup>911</sup> Article 6 de la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

## Paragraphe 2- Des améliorations possibles

**687.** Les marchés financiers ont connu une globalisation sans précédent à partir des années 1990. Cette globalisation a conduit à une complexification, corrélée à une forte instabilité des marchés financiers. Les hausses spectaculaires des années passées ont laissé place aux chutes vertigineuses des dernières années.

Cette mondialisation des marchés impose tout d'abord, une régulation des marchés à l'échelle mondiale avec des gendarmes chargés de détecter les anomalies découlant d'opérations risquées et ne comportant pas de garanties effectives<sup>912</sup>.

**688.** La situation chaotique des marchés financiers a fait prendre conscience, un peu partout de par le monde, de la nécessité de réguler les marchés financiers. Ainsi, les Etats ont commencé à rechercher des solutions rendant plus efficace l'action de ces autorités.

En France, on l'a vu des améliorations notables ont été réalisées afin de rendre plus efficace l'action de l'AMF et de sanctionner ainsi convenablement les atteintes aux marchés.

Mais faire face aux infractions et à la criminalité dont sont capables sociétés cotées et dirigeants sociaux commande une amélioration continue de l'action de l'AMF. Des améliorations qui devraient aussi être prises en compte par le législateur tunisien car elles sont susceptibles d'améliorer l'efficacité de l'action du Conseil du marché financier (**A**). D'autres améliorations spécifiques à chacune des autorités de régulation tunisienne et française devraient en outre être prises en compte (**B**).

---

<sup>912</sup> **Bouloc (B)**, « Alternatives et articulations entre types de sanctions en matière financière », Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2009 n° Spécial, p. 430.

## **A- Des améliorations communes**

**689.** Dans un premier temps, les autorités administratives tunisienne et française devraient être dotées du pouvoir de sanctionner les tentatives de manquements (1). Ensuite, en vue de protéger les intérêts des victimes des infractions boursières et de leur éviter de lourdes procédures au pénal ou au civil, le CMF et l'AMF devraient être dotées du pouvoir d'indemniser les personnes lésées par ces infractions (2).

### **1- Sanctionner toutes les tentatives de manquements**

**690.** Les tentatives de manquements boursiers ne peuvent être punis par le Conseil du marché financier en Tunisie. En effet, le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne ne prévoit pas la possibilité de sanctionner les tentatives de manquements d'initié et de communication d'une information privilégiée.

C'est ce qui ressort de la lecture de l'article 47 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne. Celui interdit uniquement le fait d'« exploiter » ou de communiquer l'information privilégiée.

De ce fait, tenter d'exploiter ou de communiquer une information privilégiée ne devrait pas prêter à conséquence. Il en est de même en ce qui concerne les tentatives de manipulation de cours et de diffusion d'une information fausse.

**691.** En France, la situation n'était pas dans un premier temps différente : la tentative de manquement d'initié n'était pas directement visée par les textes. Cela n'avait pas empêché l'AMF et les tribunaux de sanctionner des manquements d'initiés qui n'avaient rien rapporté à leur auteur, l'infraction ayant été consommée. L'AMF tenait seulement compte de cette absence de profit dans le quantum de l'amende pécuniaire infligée<sup>913</sup>.

---

<sup>913</sup> **Bucher (F)**, « De quelques aspects de droit boursier issus de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, dite loi Breton, et de la loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005 », Bull. Joly Bourse 2005, pp. 688 et s.

**692.** Mais la tentative va bien entendu au-delà de ce cas de figure et désormais depuis la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, dite loi Breton. La tentative d'opération d'initié est punissable par l'autorité de régulation, alors que la tentative de délit d'initié n'est pas punissable pénalement par les autorités judiciaires. Les dispositions de l'article L. 621-15, II, *c* et *d* du code monétaire et financier<sup>914</sup> permettent à l'AMF de sanctionner non seulement toute personne qui s'est livrée mais aussi toute personne qui a tenté de se livrer à une opération d'initié. Par contre, le texte en question se contente d'accorder à l'AMF la possibilité de punir le manquement de manipulation de cours ou de diffusion d'une fausse information sans en sanctionner la tentative.

**693.** Il faut rappeler à cet égard les dispositions de l'article 121-5 du Code pénal qui dispose que la tentative est constituée dès lors que « manifestée par un commencement d'exécution, elle n'a été suspendue ou n'a manqué son effet qu'en raison de circonstances indépendantes de la volonté de son auteur ». Sur ce sujet, la chambre criminelle de la Cour de cassation française<sup>915</sup> assure que « constitue un commencement d'exécution tout acte qui tend directement au délit lorsqu'il a été accompli avec l'intention de le commettre ». Cela veut dire que l'acte exécuté doit être en liaison directe avec l'infraction. Et ce même, s'il ne s'agit pas d'un élément constitutif ou d'une circonstance aggravante du délit. Peut-être pourrait-on considérer qu'il y a tentative d'opération d'initié lorsque le détenteur d'une information privilégiée propose de vendre ou d'acquérir de gré à gré des titres cotés ou donne un ordre de Bourse qui n'est pas exécuté pour des raisons indépendantes de sa volonté.<sup>916</sup>

**694.** Sur ce point, on peut s'étonner de l'absence d'incrimination de la tentative de manipulation de cours. Il est en effet plus simple de concevoir une

---

<sup>915</sup> Cass. crim., 3 décembre 1927, S. 1929, I, p. 119 ; Cass. crim., 11 juin 1975, Bull. crim., n° 150 ; V. sur la notion de tentative **Bouloc (B)**, « Droit pénal général », Dalloz, 19e Ed., 2005, n° 234.

<sup>916</sup> **Rontchevsky (N)**, « Révision des délits et manquements boursiers », Banque et Droit n° 108 – juillet-août 2006 p. 18.

tentative de manipulation de cours que des cas concrets de tentative d'opération d'initié.

La réglementation boursière française gagnerait en cohérence et en exhaustivité si elle envisageait de plus la possibilité de poursuivre une tentative de manipulation de cours ou même encore une tentative de diffusion d'une fausse information. Le manquement de manipulation de cours étant en soit plus néfaste et plus dommageable qu'un manquement d'initié. Un tel ajout pourrait participer à rendre plus efficace l'action de l'AMF.

Le même raisonnement étant valable pour la réglementation boursière tunisienne qui devrait permettre au CMF de sanctionner toutes les tentatives d'infractions boursières. Cela conférerait plus d'efficacité et participerait au pouvoir de dissuasion de l'autorité de régulation tunisienne.

Mais l'amélioration la plus importante à apporter aux pouvoirs des autorités de régulation tant tunisienne que française serait de les doter de la possibilité d'indemniser les victimes des infractions boursières.

## ***2- Absence d'une dimension réparatrice***

**695.** « La sanction est importante mais elle n'est qu'une des facettes de la justice »<sup>917</sup>. Assurer une bonne indemnisation des victimes de ces infractions est tout aussi important que de sanctionner les auteurs des agissements répréhensibles. Il est donc intéressant de s'interroger sur le rôle que peut jouer l'Autorité administrative dans la réparation des préjudices subis par les victimes des manquements à la réglementation boursière ?

**696.** A cet égard, dire que la politique de sanction des autorités administratives relève plus de la répression que de l'indemnisation des victimes est une lapalissade. En effet, si comme on l'a précédemment évoqué, l'autorité de régulation dispose de pouvoirs répressifs importants, on ne peut pas en dire autant pour ce qui est des possibilités dont elle dispose

---

<sup>917</sup> **Jouyet (J-P)**, « La place de la sanction dans la régulation des marchés financiers », Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2009 n° Spécial, p. 419.

pour indemniser les victimes de ceux qu'elle sanctionne. Car le CMF à l'instar de son homologue français ne se soucie guère des victimes des infractions boursières. Son rôle est de protéger « l'épargne investie en valeurs mobilières, produits financiers négociables en bourse et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne »<sup>918</sup> et non les épargnants.

**697.** Tout au plus, l'article 34 de la loi du 14 novembre 1994 habilite le Conseil du marché financier à recevoir de tout intéressé les pétitions et plaintes qui entrent, par leur objet, dans sa compétence. Mais là encore, son pouvoir reste discrétionnaire et l'autorité de régulation est libre de donner les suites qu'elles comportent dans un délai de deux mois à partir de la date de leur réception.

Le CMF souffre donc de l'absence d'une dimension réparatrice qui serait bien utile dans une optique de renforcement de la confiance de l'investisseur dans les marchés financiers.

**698.** De même, la mission de police administrative dont est chargé l'AMF, ne comprend pas la réparation du préjudice individuel causé par les entités qu'elle régule. L'AMF a pour rôle de veiller à l'intégrité et à la sécurité du marché, notamment en punissant les agissements répréhensibles qu'il pourrait subir, mais cette fonction répressive ne comprend pas de dimension réparatrice<sup>919</sup>.

D'ailleurs, les sanctions administratives infligées à l'encontre des auteurs d'infractions à la réglementation boursière, ne se soucient pas du sort des victimes : les amendes édictées ne sont pas restituées aux victimes des infractions sanctionnées, mais versées au Trésor public.

**699.** Il faut dire tout de même que la question ne désintéresse pas totalement l'autorité de régulation française. Dès 1991, en effet, la COB avait commandé un rapport sur ce thème. Celui-ci avait conclu à ce qui semble être une évidence, c'est-à-dire l'«... absence quasi-totale de réparation civile des

---

<sup>918</sup> Article 23 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

<sup>919</sup> **Gewinner (D)**, « Le rôle de l'AMF », Bull. Joly Bourse, 01 mai 2007 n° 3, p. 353.

dommages causés aux investisseurs»<sup>920</sup>. Une défaillance qui était expliquée par la difficile démonstration d'un lien de causalité entre la faute et le dommage subi et l'absence de mécanismes procéduraux adaptés, en particulier l'impossibilité pour les investisseurs victimes de se grouper. Une situation que le rapport pensait dommageable à la crédibilité des marchés.

**700.** Face à cette situation, le rapport s'était permis de formuler des propositions somme toute intéressantes. Des propositions qui sont malheureusement restées lettre morte malgré l'intérêt indéniable que pouvait présenter l'association des investisseurs à la régulation des marchés financiers.

En 2003, la situation n'avait pas évolué et un ancien médiateur de la COB relevait que : « (...) la frustration des victimes s'est aggravée : la COB a prononcé des sanctions administratives de plus en plus nombreuses et dans 60 % des cas relatives à des manquements à la bonne information du marché. Elles n'ont pas été dédommagées. La COB a renforcé la transparence et multiplié les observations publiques en cas de mauvaise information des épargnants. Ceux-ci savent donc et dans quelle proportion ils ont été lésés et avec la plus grande précision, mais jusqu'à ce jour, ils n'ont aucun moyen d'agir efficacement »<sup>921</sup>.

**701.** Malgré ce constat plusieurs fois renouvelé, les réformes législatives successives n'ont pas fait progresser la situation des victimes d'infractions boursières. A l'instar, des amendes infligées autrefois par la COB, les sanctions pécuniaires prononcées par l'AMF sont versées au Trésor public et ne contribuent pas à l'indemnisation de leurs victimes.

**702.** Au final, que ce soit en Tunisie ou en France, l'apport des autorités administratives à l'indemnisation des personnes lésées par des manquements

---

<sup>920</sup> **Robert (M-C)**, « La réparation civile des infractions boursières », in « La criminalité d'argent : quelle répression ? » (Actes du Colloque tenu par la première chambre de la cour d'appel de Paris le 14 novembre 2003), Ed. Montchrestien, Coll. Grands colloques, déc. 2004, p. 76, spéc. pp. 75-76 cité par **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2006 n° 4, p. 399 §4.

<sup>921</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, Op.cit. p. 399 §4.

à la réglementation boursière demeure limité au fait que ces victimes peuvent s'appuyer sur une sanction prononcée par l'autorité boursière pour éventuellement demander au juge judiciaire l'indemnisation de leur préjudice.

La sanction prouve la faute. La victime n'a donc plus qu'à démontrer le préjudice qu'elle a personnellement subi et le lien de causalité avec ladite faute.

L'apport est donc très limité. Déjà démontrer le préjudice personnel et le lien de causalité n'est pas une chose facile à faire. Il s'agit là des faits les plus difficiles à démontrer<sup>922</sup>.

**703.** De plus, ces victimes n'ont pas la possibilité de provoquer une sanction administrative dont elles pourraient ensuite se prévaloir comme moyen de preuve dans le cadre d'une procédure judiciaire.

Le CMF et l'AMF se saisissent elles-mêmes de la plupart des affaires. Et ce lorsqu'elles remarquent, dans le cadre de leurs activités d'enquête et de contrôle, des entorses à leur règlement. Et même, dans la minorité des cas où elles sont saisies que ce soit sur demande d'une autre autorité ou par réclamation<sup>923</sup>, leur pouvoir est discrétionnaire. L'autorité de régulation conserve la liberté de décider, après examen des faits ainsi portés à sa connaissance, de poursuivre ou non leur(s) auteur(s)<sup>924</sup>.

**704.** En définitive, en matière d'indemnisation des victimes d'infractions boursières, l'AMF et le CMF ne jouent qu'un rôle marginal. Il est vrai que ce

---

<sup>922</sup> V. infra pp. 455 et s.

<sup>923</sup> Article 34 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 en Tunisie et Article 621-19, alinéa 1 du code monétaire et financier en France.

<sup>924</sup> **Decoopman (N)**, « Le pouvoir de sanction administrative de la COB » : Rev. droit bancaire et financier n° 17, janvier-février 1990, p. 16, spéc. p. 18.

n'est pas leur mission, l'autorité administrative étant investie d'une mission de protection « de l'épargne »<sup>925</sup>, et non de défense de l'épargnant<sup>926</sup>.

Les propos de deux auteurs<sup>927</sup> s'avèrent particulièrement pertinents sur ce point. Ceux-ci avancent que : « l'objectif recherché [par le législateur en matière financière] est patent : protéger l'activité et non les acteurs ; l'investissement et non les investisseurs ; l'épargne et non les épargnants... ».

C'est peut être sur ce point qu'il faudrait que le débat se place. L'autorité administrative se doit de prendre en considération les victimes des infractions à sa législation. Car la justice ce n'est pas seulement sanctionner les auteurs des infractions mais aussi rendre leurs droits à leurs victimes.

**705.** Le CMF et l'AMF devraient donc, s'inspirer de la Securities and Exchange Commission (SEC) américaine.

Celle-ci, se donne comme mission principale de protéger l'investisseur<sup>928</sup>. Ainsi, on peut lire sur le site internet de la SEC, dans la rubrique qui en explique le rôle que « Comme de plus en plus d'investisseurs débutants se tournent vers les marchés pour les aider à assurer leur avenir, payer leurs maisons et envoyer leurs enfants à l'université, la protection de l'investisseur est plus impérieuse que jamais»<sup>929</sup>.

Alors même qu'elle dispose d'un pouvoir de sanctions particulièrement restreint, la (SEC) peut, le cas échéant saisir les juridictions civiles afin de

---

<sup>925</sup>Article 23 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 en Tunisie et article L. 621-1 B du code monétaire et financier.

<sup>926</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, Op.cit. §7.

<sup>927</sup> **Deffains (B) et Stasiak F**, « Les préjudices résultant des infractions boursières : approches juridique et économique », in « Le droit au défi de l'économie », sous la direction de **Chaput (Y)**, Droit économique, Publications de la Sorbonne, 2002, p. 177

<sup>928</sup>« The mission of the U.S. Securities and Exchange Commission is to protect investors...» <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>

<sup>929</sup>«As more and more first-time investors turn to the markets to help secure their futures, pay for homes, and send children to college, our investor protection mission is more compelling than ever». <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>

réclamer réparation au nom des victimes. En cas de succès<sup>930</sup>, sauf interruption avant que la procédure n'arrive à son terme par la conclusion d'une transaction, cette demande peut entraîner des class actions<sup>931</sup> au terme desquelles les fautifs peuvent être amenés à payer aux victimes des dommages-intérêts très élevés

**706.** De plus, la SEC a la possibilité de recourir à des « consent orders » et « indemnity funds » (confiscation des profits illicites et attribution de ceux-ci à un fonds d'indemnisation) afin d'obtenir réparation du préjudice subi par les victimes<sup>932</sup>.

L'exemple du traitement par la SEC de l'affaire Vivendi Universal est édifiant. Le 23 décembre 2003, la SEC avait assigné et immédiatement transigé une action en fraude civile contre Vivendi Universal et ses anciens président et directeur financier. La société a accepté de payer 50 millions de dollars de dommages et intérêts (disgorgement and civil penalties) et chacune des personnes physiques a dû s'acquitter de plus d'un million de dollars d'amende. Ces sommes ont servi à l'indemnisation des victimes de ces infractions et ont été reversées aux actionnaires trompés<sup>933</sup>.

**707.** La différence semble ainsi marquée entre l'approche de l'autorité de régulation américaine d'un côté et celles tunisienne et française de l'autre. Un contraste qui est dû à des circonstances historiques différentes entourant la naissance de ces autorités administratives<sup>934</sup>. La création de la SEC fût, en effet, une réaction à la crise de 1929 et aux multiples scandales boursiers antérieurs. Et dès cette création, la SEC a demandé à une cour de district

---

<sup>930</sup> V. supra p. 313.

<sup>931</sup> V. infra pp. 467 et s.

<sup>932</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, Op.cit §7.

<sup>933</sup> **Mattout (J-P)**, « Information financière et responsabilité des dirigeants », Rev. de Droit Bancaire et Financier n°6 novembre-décembre 2004 p. 454.

<sup>934</sup> Pour plus d'informations à propos du système américain, V. **Tahyar (M E)**, « La réparation à l'égard des investisseurs victimes de malversations boursières aux États-Unis », in « Criminalité d'argent : quelle répression ? » (Actes du Colloque tenu par la première chambre de la cour d'appel de Paris le 14 novembre 2003), p. 76.

statuant en équité (equity) de condamner une personne à restituer, avec intérêts, les profits indûment acquis.

On s'abstiendra d'affirmer comme l'a fait un auteur<sup>935</sup> que le gendarme boursier devrait abandonner son rôle sanctionnateur au profit du juge pénal pour se focaliser sur la réparation du préjudice subi par les nombreuses victimes d'une mauvaise information financière. Il n'en demeure pas moins que les autorités de régulation tunisienne et française devraient s'intéresser plus au sort des victimes. Elles devraient aussi recevoir certaines améliorations spécifiques à chacune d'entre-elles.

### ***B- Des améliorations spécifiques***

**708.** L'efficacité de l'action du CMF pourrait être améliorée s'il recevait à l'instar de son homologue français le pouvoir de transiger (1).

Quant à l'autorité de régulation française, celle-ci devrait, afin d'éviter de faire subir aux sociétés cotées et à leur dirigeants un trop lourd fardeau, œuvrer à éviter le cumul des poursuites (2).

#### ***1- Un pouvoir de transaction pour le CMF***

**709.** A l'instar de ses homologues français et américain, le Conseil du marché financier devrait être doté d'un pouvoir de transaction. Un tel pouvoir pourrait en effet, participer à conférer à l'action du Conseil plus d'efficacité.

On a en effet, abordé les avantages pratiques considérables que présente la transaction pour les autorités de régulation. Des avantages qui ont poussé l'Autorité française des marchés financiers à vivement réclamer ce pouvoir<sup>936</sup>.

---

<sup>935</sup> **Laprade (F-M)**, « La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ? », Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2009 n° Spécial, p. 439.

<sup>936</sup> Le recours à la transaction permet à l'autorité de régulation d'optimiser la gestion de son personnel, d'améliorer sa force de frappe répressive... V. supra p. 315.

Reste qu'une question demeure, l'octroi du pouvoir de transaction à une autorité administrative telle que le CMF est-il compatible avec les principes constitutionnels, notamment le principe de séparation des pouvoirs ?

**710.** A cet égard la position du Conseil constitutionnel paraît établie<sup>937</sup>. Celui-ci considère que le principe de séparation des pouvoirs consacré par la constitution interdit à l'administration de transiger avec les contrevenants sauf lorsqu'il s'agit d'infractions conduisant à des peines ayant, en plus de leur nature pénale, un caractère indemnitaire, telles que les infractions fiscales, économiques et douanières<sup>938</sup>.

Ainsi, à propos de la transaction administrative prévue par l'article 328 du projet du code des douanes et qui prévoit, notamment, que l'administration des douanes peut transiger avec les personnes poursuivies pour des contraventions douanières, avant ou après le jugement définitif et que, toutefois, la transaction intervenue après le jugement définitif laisse subsister les peines corporelles, le Conseil a énoncé le raisonnement suivant :

"Considérant que la constitution a consacré la règle de la séparation des pouvoirs, tel que cela ressort, notamment, de son préambule, Considérant que cette règle implique, notamment, qu'une compétence de principe soit reconnue à la justice pour exercer l'action publique et statuer à son sujet,

Considérant que, même s'il est loisible au législateur de prévoir, dans certains cas, la possibilité pour l'administration de conclure, avec les contrevenants, une transaction entraînant l'extinction de l'action publique, cette possibilité doit se cantonner aux actes conduisant à des peines ayant, en plus de leur nature pénale, un caractère indemnitaire, telles que les infractions fiscales, économiques et douanières,

---

<sup>937</sup> La position du Conseil constitutionnel est étudiée à titre indicatif. Cette institution ayant été dissoute avec l'abrogation de la constitution du 1<sup>er</sup> juin 1959.

<sup>938</sup> أحمد بوعون، "آراء المجلس الدستوري"، منشورات الاطرش للكتاب المختص تونس 2010 ص 77 و 78.

Considérant qu'en dehors de ces cas, la transaction en matière pénale ne peut être faite que par la justice, sous sa supervision ou sous son contrôle, cette compétence lui revenant de principe sur la base de la règle de la séparation des pouvoirs prévue par le préambule de la constitution, Considérant qu'il apparaît des infractions douanières, telles que définies et déterminées par le projet du code des douanes, que les peines qui leur sont applicables, alors même qu'elles sont pénales, ont un caractère indemnitare, Considérant que, par ailleurs, la transaction administrative ne concerne pas les infractions régies par les dispositions pénales de droit commun, qu'elle se limite de la sorte, aux infractions douanières, Considérant que les dispositions de l'article 328 ne sont pas, sur la base de ce qui précède, contraires à la Constitution et lui sont compatibles »<sup>939</sup>.

**711.** Aussi, la position du Conseil constitutionnel fût similaire relativement à la transaction en matière de pollution.

Ainsi, en ce qui concerne l'article 143 paragraphe 4 du projet du code des ports maritimes, qui prévoit que la transaction est conclue pour les infractions de pollution<sup>940</sup>, le Conseil constitutionnel considère que les dispositions prévues dans ce paragraphe ne sont pas contraires à la constitution et sont compatibles avec celle-ci.

Néanmoins, le Conseil constitutionnel a conclu à l'incompatibilité avec la constitution de l'habilitation faite au ministre compétent de conclure une transaction en cas de violation de certaines dispositions du code des ports maritimes. Une habilitation qui prévoit que l'exécution de la transaction entraîne l'extinction de l'action publique ou l'arrêt des poursuites. Et ce car la transaction ne se cantonne pas aux faits passibles de sanctions ayant un

---

<sup>939</sup>Avis n° 2-2007 du conseil constitutionnel sur un projet de loi portant promulgation du code des douanes, en date du 24 janvier 2007, JORT n°47 du 10 juin 2008 p 2153.

<sup>940</sup> Infractions prévues dans le paragraphe premier de l'article 48, l'article 49, le paragraphe premier de l'article 50, le paragraphe premier de l'article 52, l'article 71 et le deuxième paragraphe de l'article 79 du projet du code soumis.

caractère indemnitaire, telles que certaines infractions fiscales, économiques et douanières.<sup>941</sup>

**712.** Même si le Conseil constitutionnel et la constitution de 1959 font aujourd'hui partie du passé, ces avis nous éclairent sur la compatibilité du mécanisme de la transaction avec le principe de séparation des pouvoirs en Tunisie. On peut en conclure que la transaction est admise mais à condition que celle-ci concerne des infractions conduisant à des peines ayant, en plus de leur nature pénale, un caractère indemnitaire, telles que les infractions fiscales, économiques et douanières<sup>942</sup>.

A cet égard, il semble que pourvoir le Conseil du marché financier du pouvoir de transiger dans les manquements boursiers soit possible et ne soit pas incompatible avec les principes constitutionnels fondamentaux. En effet, les manquements boursiers sont des infractions économiques qui conduisent à des peines ayant, en plus de leur nature pénale, un caractère indemnitaire. La transaction devrait être admise les concernant.

---

<sup>941</sup>« Considérant que les infractions prévues par le paragraphe premier de l'article 57, le paragraphe 2 de l'article 58, les articles 59, 62 et 63, le paragraphe 2 de l'article 81, le paragraphe premier de l'article 82, l'article 85, le paragraphe 2 de l'article 92, le paragraphe premier de l'article 93 et l'article 96 portent atteinte au domaine public et sont passibles de ce fait de sanctions ayant un caractère indemnitaire, ce qui emporte la compatibilité de la transaction administrative conclue avec la constitution,

Considérant qu'en dehors de ces cas, la transaction en matière pénale, ne peut être faite que par voie de la justice, cette compétence lui revenant de principe sur la base de la règle de la séparation des pouvoirs prévue par le préambule de la Constitution,

Considérant que les infractions prévues par le paragraphe 2 de l'article 28, les premier et troisième paragraphes de l'article 32, les articles 33, 36, 41, 42, 43, 44 et 47, le paragraphe 2 de l'article 52, le paragraphe 3 de l'article 53, l'article 61, le paragraphe 2 de l'article 68, les articles 69 et 72, le paragraphe premier de l'article 73, l'article 76, les paragraphes premiers des articles 77 et 78, l'article 80, les premier et quatrième paragraphes de l'article 87, l'article 89, les premier et deuxième paragraphes de l'article 91, l'article 109 et les paragraphes premiers des articles 111, 114 et 120 du projet du code, ne concernent pas des faits passibles de sanctions ayant un caractère indemnitaire,

Considérant que la possibilité de transaction avec l'administration pour les infractions prévues aux articles précités, sans aucun recours à la justice tel qu'il est prévu, est incompatible avec la constitution »

Avis n° 84-2007 du conseil constitutionnel sur un projet de loi portant promulgation du code des ports maritimes en date du 4 décembre 2007, JORT n°56 du 14 juillet 2009 p 2466.

<sup>942</sup>أحمد بوعون، "آراء المجلس الدستوري"، منشورات الأطرش للكتاب المختص تونس 2010 ص 77 و 78.

Sur ce point la législation française devrait être réceptionnée en Tunisie. Par contre, le législateur français devrait s'inspirer de la législation tunisienne sur un autre point : il devrait s'atteler à éviter le cumul des poursuites pénales et administratives.

## ***2- Eviter le cumul des poursuites en France***

**713.** Le cumul des poursuites pénales et administratives ne semble pas possible en Tunisie. En effet, l'article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 dispose que « le paiement de l'amende au profit du Trésor Public emporte extinction de l'action publique ».

Au contraire, en France, en matière d'infractions boursières, les mêmes faits, commis par une société cotée en bourse ou par ses dirigeants peuvent donner lieu à une condamnation pénale mais aussi à une sanction administrative prononcée par la COB hier et par l'AMF aujourd'hui.

**714.** Cette dualité des sanctions en matière boursière a très tôt été critiquée (dès l'attribution du pouvoir de sanction à la COB) par la doctrine<sup>943</sup> qui y a vu un risque de décisions contradictoires. Cette dualité des poursuites est d'ailleurs une spécificité française qui n'existe pas dans d'autres pays<sup>944</sup>.

Néanmoins, bien que paraissant contraire au principe non bis in idem en vertu duquel, une même infraction ne peut donner lieu à deux poursuites, le Conseil constitutionnel a reconnu possible la dualité de poursuites et de sanctions en matière boursière.

Pour le Conseil constitutionnel<sup>945</sup>, une condition limite le cumul de sanctions. Il s'agit du respect du principe de proportionnalité, c'est-à-dire qu'il ne faut pas que le montant cumulé de l'amende infligée par le juge pénal et de la sanction

---

<sup>943</sup> **Palade (J)**, « Observations sur un délit à l'ordre du jour », L.P.A., 23 janvier 1989, p. 3 ; **Ducouloux-Favard (C)**, « Nouveaux pouvoirs pour la COB », G.P., 1990, doctr. p. 50.

<sup>944</sup> **De Vauplane (H) et Bornet (J-P)**, « Droit de la bourse », Litec 1994, n°404.

<sup>945</sup> **Genvois (B)**, Note sous décision n°89-260 du 28 juillet 1989 : JO 1<sup>er</sup> Aout 1989, p.9676, RFDA, 1989, p.671.

financière prononcée par l'autorité de régulation dépassent le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues<sup>946</sup>.

**715.** Afin de ne pas faire peser sur les sociétés cotées et leurs dirigeants un trop lourd poids, il serait préférable d'éviter les doubles poursuites administratives et pénales qui concernent les mêmes faits.

Et même si résoudre cette problématique n'est pas d'une grande urgence, car beaucoup de manquements à la législation boursière ne donnent que rarement lieu à des poursuites pénales alors que les sanctions administratives sont nombreuses<sup>947</sup>. Trouver une solution évitant cette dualité des poursuites semble être une nécessité dans l'optique de la préservation des droits des personnes poursuivies.

**716.** Pour ce faire, le Collège de l'AMF pourrait lorsqu'il décide de l'ouverture d'une procédure de sanction, communiquer l'information au procureur de la République. Et Vice versa, quand le procureur entend ouvrir une procédure d'enquête, ou une information judiciaire (proprio motu ou à la suite d'une constitution de partie civile) sur des présumées infractions relevant potentiellement de la compétence de l'Autorité des Marchés Financiers, il devrait en informer celle-ci. Selon la nature des faits, le procureur ou l'Autorité pourrait envisager de continuer la procédure, l'autre se désistant à son profit. De la sorte, le principe non bis in idem résultant de l'article 14-7 du pacte international des Nations unies sur les droits civils et politiques serait respecté. Une meilleure coordination des procédures de sanction devrait donc suffire pour éviter un cumul des poursuites portant trop atteinte aux droits des sociétés cotées en bourse et à leurs dirigeants<sup>948</sup>.

---

<sup>946</sup> **Ducouloux-Favard (C), Rontchevsky (N)**, « Infractions boursières », Op.cit. p. 6.

<sup>947</sup> **Ducouloux-Favard (C)**, « Lamy droit pénal des affaires », Ed. Lamy, 2007, n°1458.

<sup>948</sup> **Bouloc (B)**, « Alternatives et articulations entre types de sanctions en matière financière », Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2009 n° Spécial, p. 430.

**717.** Ce cumul des poursuites est d'autant plus lourd à supporter pour les dirigeants sociaux, que la possibilité qui leur est offerte d'exonérer leur responsabilité demeure réduite.

En effet, comme il en est en matière de responsabilité pénale, l'invocation d'une délégation de pouvoirs ne devrait pas suffire à décharger les dirigeants sociaux de leur responsabilité devant l'autorité administrative.

Ainsi, dans une des rares espèces connues où le dirigeant poursuivi invoquait, pour sa défense, l'existence d'une telle délégation, la COB<sup>949</sup> a refusé de l'exonérer de sa responsabilité. Elle a argué du fait, qu'en sa qualité de président du conseil d'administration, ce dirigeant avait « une responsabilité première » en matière de communication financière par rapport au délégataire, en l'espèce le directeur général.

Il ne s'agit pas d'affirmer que la délégation de pouvoir n'a aucune portée exonératoire. Car il faut dire qu'en l'occurrence, le dirigeant mis en cause avait admis avoir participé à des malversations comptables ayant pour objet de cacher la réalité de la situation de la société.

**718.** La règle pour les sanctions administratives devrait être similaire à celle prévalant en droit pénal. Rappelons qu'en droit pénal, la délégation ne met hors de cause le délégant que si celui-ci n'a pas personnellement pris part à la réalisation de l'infraction et que le délégataire ait disposé de la compétence, de l'autorité et des moyens pour assumer ses fonctions.

La commission des sanctions de l'AMF devrait à notre sens transposer le régime pénal de la délégation. Une autre solution serait difficilement justifiable et participerait d'une excessive sévérité à l'égard des dirigeants des sociétés cotées<sup>950</sup>.

---

<sup>949</sup> **De Vauplane (H) et Daigre (J-J)**, Note sous décision COB, 4 mars 2003, Rubens & Chapellier, Banque et Droit n° 93, janvier-février 2004, p. 33.

<sup>950</sup> **Tomasi (M)**, « L'imputation des manquements aux règles de l'autorité des marchés financiers », Banque et Droit, septembre-octobre 2006, p. 41.

Cependant, il apparaît qu'en matière d'imputation d'un manquement boursier à un dirigeant, l'invocation d'une délégation de pouvoirs devrait s'avérer vaine, du moins pour les manquements ayant trait à la communication financière.

Ainsi, la Cour d'appel de Paris<sup>951</sup> a jugé qu'une décharge conventionnelle ne pouvait être considérée comme un fait justifiant une exonération de responsabilité, la communication financière faisant nécessairement partie de la fonction de mandataire social. Les délégations de pouvoir semblent donc impuissantes à écarter la responsabilité des dirigeants en matière de manquement boursier<sup>952</sup>.

---

<sup>951</sup> **De Vauplane (H) et Daigre (J-J)**, Note sous C.A. Paris, 13 septembre 2005, Banque et droit, mars-avril 2006, p. 46.

<sup>952</sup> **Le Bars (B) et Thomasset-Pierre (S)**, « Droit des marchés financiers », D. 2007 p. 2418.

# CONCLUSION

## DE LA DEUXIEME PARTIE

**719.** L'expérience française montre que la sanction administrative est adaptée à la répression des infractions commises par les sociétés cotées en bourse et leurs dirigeants. Malgré les tergiversations premières, l'autorité administrative française a su faire évoluer son pouvoir de sanction afin de lui conférer un maximum d'efficacité.

Au fur et à mesure et au fil du temps, l'efficacité de l'Autorité du marché financier s'est considérablement améliorée garantissant un véritable effet de dissuasion à l'égard des contrevenants à la réglementation boursière.

La sanction administrative s'est ainsi imposée comme la sanction la plus habituelle et la plus efficace des infractions à la réglementation boursière.

**720.** D'un autre côté, l'action de l'autorité administrative tunisienne est caractérisée par une passivité inexplicable. Et ce malgré les atouts certains dont cette autorité dispose. L'autorité tunisienne de régulation du marché financier souffre surtout d'un manque flagrant de fermeté à l'égard des contrevenants à la réglementation boursière.

Le CMF devrait suivre les pas de son homologue français et œuvrer à engager la lutte contre la délinquance dont peuvent faire preuve les sociétés cotées en bourse et leurs dirigeants. Il en va de la crédibilité et de la transparence des marchés boursiers tunisiens.

**721.** Il reste que les sanctions édictées par les autorités du marché financier souffrent que ce soit en France ou en Tunisie d'une lacune considérable : elles n'ont pas pour vocation de réparer le préjudice subi par les victimes des infractions boursières.

Cette réparation peut alors être assurée par la mise en œuvre de la responsabilité civile des sociétés cotées et de leurs dirigeants.

# **TROISIEME PARTIE**

## **La responsabilité civile : Une nécessaire réhabilitation**

**722.** Loin de la fureur et du bruit des enquêtes boursières ou des audiences pénales, le droit commun de la responsabilité civile peut parfois, plus efficacement qu'une procédure répressive, assurer la protection des investisseurs en bourse<sup>953</sup>.

Car même si les autorités de régulation sont plus efficaces et rapides que les autorités judiciaires, les sanctions qu'elles prononcent protègent faiblement les investisseurs en bourse. Le large pouvoir de contrôle et d'enquête reconnu aux autorités étant plus dirigé vers la promotion du marché et moins vers la protection des investisseurs.

**723.** D'ailleurs, lorsqu'elles touchent les sociétés ces sanctions sont d'une efficacité douteuse. Car d'abord, les actionnaires sont les premiers touchés par ces sanctions qui pèsent sur le cours de bourse de la société épinglée. Ensuite, ces sanctions lorsqu'elles touchent les sociétés cotées en bourse, consistent en des peines d'amende qui peuvent atteindre des montants colossaux. Ces amendes éléphantines touchent directement le patrimoine social et portent, par ricochet, atteinte aux actionnaires et aux salariés de la société. Alors que ceux-ci n'ont rien à se reprocher, ils se retrouvent en position de victimes collatérales des actions déclenchées à cause du comportement délictueux de leurs dirigeants.

D'autres voies, plus à même d'imposer une meilleure rigueur dans la gestion de la société cotée en bourse, doivent par conséquent être explorées.

**724.** La question de la mise en jeu, par les investisseurs eux-mêmes, de la responsabilité civile des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants, en cas d'infraction à la législation boursière, a de ce fait une grande importance<sup>954</sup>.

---

<sup>953</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris, 26 septembre 2003, n° 2001/21885, Soulier et autre c/ SA Flammarion et autre, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2004 n° 1, p. 43.

<sup>954</sup> **Magnier (V)**, « Information boursière et préjudice des investisseurs », D. 2008 p. 558

Dans un premier temps, il sied d'évoquer la responsabilité civile des dirigeants des sociétés cotées en bourse. Une responsabilité dont la mise en œuvre est à même d'obliger les dirigeants sociaux à plus d'implication et de diligence dans la gestion de la société cotée. Car à défaut, ils devront en assumer les conséquences.

Il s'agit de partir du constat que la responsabilité de ces dirigeants est trop rarement mise en cause. Une situation qui, si on veut améliorer la transparence des marchés et la protection des investisseurs, doit évoluer dans le sens de la facilitation de la mise en œuvre de la responsabilité des dirigeants (**Chapitre 1**).

Par la suite, il convient de s'étendre sur la responsabilité civile des sociétés cotées. Une responsabilité à l'importance cruciale dans l'optique d'une indemnisation juste des dommages subis par les victimes des infractions boursières (**Chapitre 2**).

Aussi, les actions civiles intentées par des petits épargnants à l'encontre des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants se heurtent souvent à des difficultés matérielles. Des difficultés que l'introduction des actions de groupe permettrait de surmonter (**Chapitre 3**).

# CHAPITRE I

## RESPONSABILITE DES DIRIGEANTS SOCIAUX : UNE NECESSAIRE ACTIVATION

**725.** Responsabiliser civilement les dirigeants sociaux ne répond pas uniquement à des motivations vengeresses. Car réhabiliter ce type de responsabilité répond à une exigence de justice en répartissant de manière juste les conséquences des infractions boursières. En outre, la réactivation de cette responsabilité est capable d'être le catalyseur d'une véritable implication des dirigeants sociaux dans la gestion de leur société. Et comme plaie d'argent n'est pas mortelle, la responsabilité civile paraît être moins agressive que la répression pénale. La responsabilité civile des dirigeants sociaux remplit de ce fait des fonctions que ne peuvent assumer d'autres formes de responsabilité (**Section préliminaire**).

Et si on parle d'activation de la responsabilité civile des dirigeants sociaux, c'est que celle-ci apparaît négligée. Car des conditions restrictives régissent cette responsabilité (**Section 1**) et sa mise en œuvre est entravée (**Section 2**).

### SECTION PRELIMINAIRE

#### LES FONCTIONS DE LA RESPONSABILITE CIVILE DES DIRIGEANTS SOCIAUX

**726.** Responsabilité civile des dirigeants sociaux et bonne gouvernance des sociétés cotées en bourse ne sont pas sans lien. En effet, les exigences de bonne gouvernance nécessitent une meilleure responsabilisation des dirigeants sociaux. Car améliorer le contrôle de l'action des dirigeants, avec tous les biens faits qu'il peut avoir, ne pourra dans les meilleurs des cas qu'éviter que des dirigeants ne commettent certaines fautes, ou encore en

diluer la responsabilité, mais jamais bien sûr les supprimer. Une fois la faute survenue malgré tout, le problème de la sanction se posera inévitablement<sup>955</sup>. C'est pour cela qu'il ne faut pas négliger l'aspect répressif de la responsabilité civile des dirigeants sociaux.

**727.** Mais les enjeux d'une meilleure responsabilisation civile des dirigeants de sociétés cotées en bourse ne s'arrêtent pas à sa fonction répressive.

Cette responsabilité possède, en outre, une fonction normative. En effet, la responsabilité des dirigeants « définit en négatif la norme de comportement à laquelle on les astreint »<sup>956</sup>. Ainsi, plus le risque de voir engagée la responsabilité civile des dirigeants sera faible, moins contraignante sera la norme de comportement, et plus le comportement des dirigeants sociaux risque de se trouver en infraction face aux exigences de la bonne gouvernance<sup>957</sup>.

Et contrairement aux sanctions administratives qui ne possèdent pas une dimension réparatrice, la sanction civile infligée aux dirigeants sociaux a vocation à dédommager la victime de leurs agissements répréhensibles. Cette responsabilité sert à gommer les effets du dommage survenu à la suite de la violation des normes définies par la fonction normative de la responsabilité civile<sup>958</sup>.

**728.** Cette fonction réparatrice est d'autant plus importante que la responsabilité civile des dirigeants sociaux peut être invoquée même si leur responsabilité pénale est écartée. En effet, la Cour de cassation tunisienne a considéré dans son arrêt n°22211 daté du 13 juin 1991 que « la responsabilité civile se distingue de la responsabilité pénale par la multiplicité des fondements sur lesquels repose la première alors que la seconde ne repose que sur une faute

---

<sup>955</sup> **Descorps Declère (F)**, « Pour une réhabilitation de la responsabilité civile des dirigeants sociaux », Rev. des sociétés 2003 p. 25

<sup>956</sup> **Didier (Ph)**, « Les fonctions de la responsabilité civile des dirigeants sociaux », in Colloque du 16 décembre 2002 sur la responsabilité des dirigeants sociaux, Rev. sociétés, 2003, p. 239.

<sup>957</sup> **Navarro (J-L)**, « Suggestions pour une amélioration des régimes de responsabilité civile des dirigeants sociaux », L.P.A., 02 août 2007 n° 154, p. 39.

<sup>958</sup> **Descorps Declère (F)**, Op.cit p. 25.

intentionnelle ou non intentionnelle. A partir de là, aucun obstacle juridique n'empêche le tribunal civil de se prononcer en faveur du dédommagement de la victime malgré le prononcé d'un jugement pénal relaxant le prévenu.»<sup>959</sup>

**729.** De plus, réactiver la responsabilité civile des dirigeants sociaux permettra d'alléger, un tant soit peu, la charge pesant sur le patrimoine de la société en lui ajoutant celui des dirigeants, pour désintéresser les victimes de leurs fautes. Le patrimoine de la société ne doit en effet, constituer qu'une garantie supplémentaire donnée aux tiers de ce qu'ils seront indemnisés<sup>960</sup>.

Car même si le préjudice relève d'une faute manifeste des dirigeants sociaux, les victimes préféreront dans la plupart des cas intenter une action à l'encontre de la société cotée en bourse, réputée solvable et dont la responsabilité peut être plus facilement mise en cause.

En effet, l'étude de la responsabilité civile des dirigeants sociaux mène à une conclusion paradoxale : dans la quasi-totalité des cas les dirigeants ne font qu'engager la responsabilité de la société lorsqu'ils commettent des fautes.

Ainsi, lorsque la société est in bonis<sup>961</sup>, les dirigeants fautifs ne sont que rarement directement atteints par la sanction. Il s'agit là d'une affirmation à laquelle n'échappe pas la mise en cause de la responsabilité civile pour des dommages résultant d'infractions boursières.

D'ailleurs, le parallèle avec la responsabilité des administrateurs aux États-Unis est édifiant. En effet, dans le cadre d'une transaction intervenue en janvier 2005 et relative à l'affaire Worldcom, dix administrateurs non exécutifs

---

<sup>959</sup> تتميز المسؤولية المدنية عن المسؤولية الجزائية بتعدد الأسس التي تقوم عليها الأولى في حين لا تقوم الثانية إلا على خطأ قصدي أو غير قصدي وبناء على ذلك فلا شيء يمنع المحكمة المدنية قانوناً من الحكم بالتعويض لفائدة المتضرر بالرغم من صدور حكم جزائي بعدم سماع الدعوى". Cass.crim n°22211 daté du 13 juin 1991, RJL n°6 juin 1992 p. 124.

<sup>960</sup> **Descorps Declère (F)**, Op.cit p. 25.

<sup>961</sup> Nous n'aborderons pas dans notre étude le cas où la société est in malis. Cas où la jurisprudence s'avère plus sévère. D'une part, la faute de gestion ayant causé un préjudice à la société et aux actionnaires est plus facilement retenue. D'autre part, les administrateurs sont plus facilement soumis à une responsabilité envers les tiers car la théorie de la faute séparable des fonctions ne s'applique pas. V. à propos de la responsabilité des dirigeants sociaux en cas de faillite, **Mechri (F)**, « Droit des entreprises en difficulté économique », Sud Editions- Tunis 2008, pp. 133 et s.

ont dû payer 18 millions de dollars, soit 20 % de leur fortune personnelle. Et ce en renonçant, à la demande des plaignants, à invoquer leur assurance responsabilité civile<sup>962</sup>.

**730.** Cette situation est paradoxale, dans la mesure où tous les professionnels sont soumis à une responsabilité civile sévère. Dès lors, il semble étonnant que les administrateurs, surtout s'ils se professionnalisent, y échappent<sup>963</sup>.

A partir de ce constat l'on est en droit de s'interroger sur la pertinence d'une telle situation car comment peut-on obliger les dirigeants sociaux à bien gérer les sociétés dont ils ont la charge, si ce n'est en les responsabilisant personnellement ?

La vraie solution n'est-elle pas la responsabilisation personnelle des dirigeants des sociétés convaincus de manquements ou de délits ?

## SECTION I

### DES CONDITIONS RESTRICTIVES

**731.** Tout d'abord, il est à signaler que les dirigeants sociaux ne sont liés par un contrat qu'avec la société qu'ils dirigent. De ce fait, la responsabilité des dirigeants sociaux envers les tiers ne peut être que délictuelle ou quasi délictuelle qui se fonde sur les articles 82 et suivants du Code des obligations et des contrats en Tunisie et sur les articles 1382 et suivants du code civil en France. Réciproquement, la seule constatation d'un fait délictuel ou quasi délictuel imputable à la société n'implique pas nécessairement une faute personnelle de son dirigeant<sup>964</sup>.

---

<sup>962</sup> **Weil (J)**, «Agreement in principle to pay out personal funds creates liability precedent», Wall Street Journal, Thursday, January 6, 2005.

<sup>963</sup> **Conac (P-H)**, « L'avenir des réformes : les nouveaux organes », L.P.A, 02 août 2007 n° 154, p. 32.

<sup>964</sup> **Chartier (Y)**, Note sous Cass. Com. 4 juin 1991, Rev. sociétés 1992 p. 55 et **Guyon (Y)**, Rev. sociétés 1992 p.798.

Les dirigeants de sociétés cotées en bourse tunisiennes ou françaises, engagent donc leur responsabilité selon les règles du droit commun à savoir l'exigence de la trilogie : faute, préjudice, lien de causalité.

**732.** L'étude des règles régissant cette responsabilité civile laisse entrevoir la réalité maussade d'un dispositif ne manquant pas de malformations et de défauts. Ainsi la caractérisation de la faute engendrant la responsabilité civile des dirigeants s'avère difficile (**Paragraphe 1**), alors que l'évaluation du préjudice et l'établissement d'un lien de causalité entre la faute du dirigeant et ce préjudice s'avèrent incertains (**Paragraphe 2**).

### **Paragraphe 1- La caractérisation malaisée de la faute du dirigeant**

**733.** La responsabilité civile des dirigeants de sociétés cotées en bourse est nécessairement fondée sur une faute personnelle de ceux-ci<sup>965</sup>. Le Dirigeant n'est donc pas responsable d'une décision prise par l'assemblée générale des actionnaires<sup>966</sup>. L'existence et la gravité de la faute, qui n'est pas nécessairement dolosive ou lourde, sont contrôlées par la Cour de cassation<sup>967</sup>.

**734.** En Tunisie, l'article 207 du code des sociétés commerciales précise les fautes susceptibles d'engendrer la responsabilité des dirigeants sociaux en ces termes : « les membres du conseil d'administration sont solidairement responsables, conformément aux règles de droit commun, envers la société ou envers les tiers, de leurs faits contraires aux dispositions du présent code ou des fautes qu'ils auraient commises dans leur gestion, notamment en

---

<sup>965</sup> **Le Bars (B)**, « Répertoire de droit des sociétés », Responsabilité civile des dirigeants sociaux - avril 2004, n°31.

<sup>966</sup> **Chartier (Y)**, Note sous Cass. com. 4 mars 1986, Op.cit. p. 55.

<sup>967</sup> **Le Bars (B)**, Op.cit. n°31.

distribuant ou en laissant distribuer, sans opposition, des dividendes fictifs<sup>968</sup>, sauf s'ils établissent la preuve de la diligence d'un entrepreneur avisé et d'un mandataire loyal.»<sup>969</sup>

**735.** La situation dans les textes est similaire, en France, avec un peu plus de clarté en sus<sup>970</sup>. Ainsi, l'article L.225-251 du Code de Commerce précise les fautes engendrant la mise en œuvre de la responsabilité civile des dirigeants envers la société ou les tiers, individuellement ou solidairement. Ces fautes devraient être les mêmes en droits tunisien et français. Elles consistent en la violation des dispositions des dispositions législatives ou réglementaires relatives aux sociétés anonymes (**A**). En la méconnaissance des dispositions statutaires (**B**). Ou encore en des fautes de gestion<sup>971</sup> (**C**)<sup>972</sup>.

#### **A- La transgression des dispositions législatives ou réglementaires**

**736.** Le texte de l'article L225-251 du Code de Commerce est clair. Il conçoit la violation d'une disposition légale ou réglementaire engendrant la mise en cause de la responsabilité civile des dirigeants sociaux de manière large. Il ne délimite pas le domaine des violations susceptibles d'engager la responsabilité des dirigeants sociaux à la transgression du droit des sociétés. Tout le droit privé est concerné, notamment les règles devant être respectées par tous les

---

<sup>968</sup> V. au sujet de la distribution des dividendes fictifs : **Ouerfelli (A)**, « La distribution des dividendes fictifs ou du mauvais usage des écritures comptables », RJL janvier 2001, n°1 p 17.

<sup>969</sup> Ce principe est confirmé par la chambre civile de la Cour de cassation tunisienne :

قرار تعقيبي مدني عدد 5210 مؤرخ في 5 جانفي 2001: "إن اعضاء مجلس الإدارة مسؤولون طبقاً للقواعد العامة كل بانفراده أو بالتضامن حسب الأحوال اتجاه الشركة أو الاجانب عنها عن أفعالهم المخالفة لمقتضيات المجلة التجارية أو الأخطاء التي يرتكبونها في تصرفاتهم خصوصاً إذا قاموا بتوزيع أرباح صورية أو لم يعارضوا في هذا التوزيع"، **عصام الأحمر** "فقه قضاء محكمة التعقيب" ديسمبر 2011 ص125.

<sup>970</sup> L'article 207 du Code des sociétés commerciales ne cite expressément ni la méconnaissance des dispositions statutaires ni le non respect des dispositions règlementaires comme fautes engendrant la responsabilité civile des dirigeants sociaux.

<sup>971</sup> Bien sûr, la distinction entre ces différentes fautes n'est pas imperméable. Un même comportement peut constituer en même temps, une violation des statuts et des règlements et une faute de gestion par exemple.

<sup>972</sup> **Mattout (J-P)**, « Information financière et responsabilité des dirigeants », Rev. mensuelle du Juris-classeur Droit des sociétés, Décembre 2004 p. 11.

opérateurs économiques<sup>973</sup>. Peu importe d'ailleurs que cette violation soit ou non sanctionnée pénalement<sup>974</sup>.

Il ne fait donc pas de doute, que les infractions boursières ainsi que les violations de la réglementation de l'Autorité des marchés financiers sont susceptibles d'engager la responsabilité civile des dirigeants sociaux.

Pour les dirigeants de sociétés cotées en bourse, la jurisprudence retient la violation de la loi en cas d'inexactitudes, retard ou défaut de communication aux actionnaires des informations légalement dues<sup>975</sup> ou d'une révocation sans justes motifs du commissaire aux comptes<sup>976</sup>.

**737.** Le législateur français, entend donc inciter les dirigeants sociaux à respecter les dispositions légales en engageant leur responsabilité personnelle en cas de violation de ces dispositions. Il ne fait pas de doute, que cette responsabilisation est indispensable pour assurer une meilleure gouvernance des sociétés cotées. Mais, il est tout aussi certain que la très longue liste des dispositions légales qui s'imposent aux dirigeants sociaux laisse peser en théorie une menace sérieuse sur ceux-ci.

**738.** Les choses sont moins claires en droit tunisien. L'article 207 du code des sociétés commerciales ne fait que citer la méconnaissance des dispositions du code des sociétés commerciales comme faute susceptible d'engager la responsabilité du dirigeant social. On est en droit, alors, de se demander si les membres du conseil d'administration d'une société cotée en bourse peuvent être reconnus civilement responsables en cas de violation des dispositions de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier ou de la loi n° 2005-96 du 18 octobre 2005 relative au renforcement de la sécurité des relations financières ou encore des règlements du CMF ou de la BVMT ?

---

<sup>973</sup> **Le Bars (B)**, Op.cit.n°32.

<sup>974</sup> Cass. com. 9 novembre 1993, n° 89-20.660, Bull. civ. IV, n° 401.

<sup>975</sup> Cass. com. 17 mai 1965, J.C.P 1966. II. 14647

<sup>976</sup> **Guyon (Y)**, Note sous C.A. Paris, 22 février 1980, Rev. sociétés 1980 p. 489.

**739.** La réponse à cette question ne manque pas de soulever certains doutes. Pour certains auteurs il est possible d'étendre la faute susceptible d'engager la responsabilité civile des dirigeants sociaux à la méconnaissance de toutes les dispositions légales ayant un lien avec l'administration des sociétés commerciales<sup>977</sup>.

On pourrait alors très bien imaginer un ancien actionnaire tenter une action visant à engager la responsabilité civile du dirigeant social d'une société cotée en bourse qui aurait diffusé des informations fausses ou trompeuses. Il devrait en être de même, pour toutes les infractions portant atteinte à la transparence des marchés financiers.

**740.** Néanmoins, cette position n'est pas exempte de reproches. En effet, l'article 207 du CSC est un texte spécial qui a trait à la responsabilité des dirigeants. Il s'agit d'un texte qui établit une sanction civile. Son interprétation se doit en conséquence d'être stricte.

De ce fait, la responsabilité du dirigeant social ne pourra être retenue que s'il méconnaît les dispositions du CSC. La violation d'autres lois ou règlements tel que la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 ou le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne ne devrait entraîner la mise en cause de sa responsabilité civile.

**741.** Cette situation n'est pas de nature à responsabiliser les dirigeants sociaux et ne participe pas à une meilleure gouvernance des sociétés cotées en bourse.

C'est pour cela que l'article 207 du CSC gagnerait à être modifié. L'expression « de leurs faits contraires aux dispositions du présent code » devrait être remplacée par la formule : « de leurs faits contraires aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes ».

---

<sup>977</sup>**Ouerfelli (A), Ayari (K)**, « Code des sociétés commerciales annoté », centre d'études juridiques et judiciaires, Tunis 2007 p. 621.

**742.** D'autre part, dans les sociétés ayant opté pour la dissociation entre directoire et conseil de surveillance, l'article 231 du code des sociétés commerciales dispose qu' « est tenu responsable envers la société, le membre du directoire qui contrevient à ses obligations. Il lui doit réparation des préjudices même au cas où le conseil de surveillance approuve les faits dommageables. »

Même si la formule qui est utilisée par l'article 231 du CSC diffère de celle utilisée à propos de membres du conseil d'administration par l'article 207 du CSC, on peut penser que le sens est le même. Ainsi, le membre du directoire ne devrait pas voir sa responsabilité engagée en cas d'inobservation des lois et règlements relatifs à la direction de la société autres que le CSC.

**743.** D'ailleurs, l'article 234 du CSC conforte cette analyse, dans la mesure où il soumet les membres du directoire au même régime de responsabilité que les membres du conseil d'administration selon les conditions prévues par les articles 202, 207, 214 et 220 du même code.

Il est à noter, néanmoins, que la possibilité est donnée au membre du directoire qui dans l'accomplissement de sa mission a agi conformément à une décision régulièrement prise par l'assemblée générale, de s'exonérer de l'obligation à réparation. C'est ce qui ressort de la lecture des dispositions de l'alinéa 3 de l'article 231 du CSC.

**744.** Dans ces sociétés qui ont opté pour la dissociation entre directoire et conseil de surveillance, les membres du conseil de surveillance peuvent aussi engager leur responsabilité civile.

En effet, l'article 255 du CSC dispose que « les membres du conseil de surveillance répondent de leurs fautes personnelles commises lors de l'accomplissement de leurs fonctions. Ils ne supportent aucune responsabilité du fait des actes de gestion et des conséquences qui en découlent. »

**745.** La responsabilité du membre du conseil de surveillance apparaît ainsi limitée. Ce membre ne devrait engager sa responsabilité que s'il commet une faute dans l'exercice de la mission de contrôle qui lui est confiée<sup>978</sup>.

Il reste qu'une autre faute est susceptible d'engager la responsabilité civile des dirigeants : il s'agit de la méconnaissance des dispositions des statuts de la société qu'il dirige.

### ***B- La méconnaissance des dispositions statutaires***

**746.** Le non respect des dispositions statutaires par le dirigeant d'une société cotée en bourse peut-il amener à la mise en cause de sa responsabilité civile ?

La réponse à cette question est incertaine en droit tunisien. En effet, l'article 207 du Code des sociétés commerciales ne cite pas la violation des stipulations statutaires comme une cause entraînant la mise en œuvre de la responsabilité civile des administrateurs de la société anonyme.

**747.** Cependant, à l'instar de toute disposition conventionnelle, les statuts ont une nature juridique assimilable à celle de la loi pour les parties au contrat de société<sup>979</sup>. Le respect de ces dispositions s'impose donc aux dirigeants. Et toute violation des statuts de la société est susceptible d'engager la responsabilité de ceux-ci à l'égard de la société et des actionnaires.

Notamment lorsque ceux-ci violent une clause des statuts limitant leurs pouvoirs. Une telle clause n'étant pas opposable aux tiers de bonne foi, la société demeure engagée par le fait de son dirigeant même contraire aux statuts.

**748.** Les choses sont plus claires en droit français où ne pas respecter les dispositions statutaires peut être lourd de conséquences pour les dirigeants

---

<sup>978</sup> Selon l'article 225 du Code des sociétés commerciales, le Conseil de surveillance contrôle l'action du directoire.

<sup>979</sup> Article 242 du Code des obligations et des contrats

sociaux. En effet, l'article L.225-251 du Code de Commerce fait de la méconnaissance des dispositions statutaires une faute susceptible d'engager la responsabilité civile des dirigeants sociaux.

De même, il est admis que la violation du règlement intérieur ou du préambule qui vient parfois compléter les statuts est assimilée à une violation de ces derniers.

**749.** D'autre part, dans le cadre particulier des sociétés cotées en bourse, l'obligation de publicité des modalités d'organisation interne<sup>980</sup>, à savoir les conditions de préparation et d'organisation du conseil d'administration ou du conseil de surveillance et les procédures de contrôle interne mises en place par la société, risque de redonner une actualité à la problématique des éléments venant compléter les statuts. La transparence voulue par le législateur n'aura sans doute pas uniquement des effets de restauration de la confiance. Elle pourrait permettre l'émergence de nouveaux arguments contentieux<sup>981</sup>.

Ceci étant dit, la cause la plus communément invoquée pour mettre en cause la responsabilité civile des dirigeants sociaux demeure la faute de gestion.

### ***C - La faute de gestion : Une notion aux vagues contours***

**750.** Pour mettre en cause la responsabilité des dirigeants, la faute de gestion est très souvent avancée. Elle constitue une sorte d'argument « fourre-tout », qui est invoqué si le comportement reproché au dirigeant ne constitue ni une violation d'une disposition légale ni une méconnaissance d'une disposition statutaire<sup>982</sup>.

---

<sup>980</sup> Article L. 621-18-3 du code monétaire financier en France.

<sup>981</sup> **Le Bars (B)**, Op.cit. n°34.

<sup>982</sup> **Le Bars (B)**, Op.cit. n°36.

D'ailleurs, l'article 207 du Code des sociétés commerciales en Tunisie et l'article L225-251 du code de commerce en France reconnaissent expressément la faute de gestion comme cause de responsabilité des dirigeants sociaux.

**751.** Néanmoins, l'appréciation de cette faute suscite bien des difficultés. Car si définir l'acte de gestion est relativement aisé, puisque les tribunaux appliquent un critère organique d'après lequel l'acte de gestion est celui qui ne relève pas de la compétence de la collectivité des associés, cerner la notion de faute de gestion est une autre paire de manche car il s'agit d'une opération autrement plus délicate.

**752.** La jurisprudence n'exige pas cependant l'existence d'une faute lourde. Pour les tribunaux tunisiens qui ne prennent pas en compte les circonstances particulières de chaque espèce et les données relatives à la personnalité du dirigeant social lors de la caractérisation de la faute de gestion.

Ainsi, dans un arrêt n°11667 daté du 15 juillet 1992, la Cour d'appel de Sfax a refusé de considérer le bas niveau éducatif du dirigeant social et son manque d'expérience comme cause d'exonération de sa responsabilité.<sup>983</sup>

**753.** Cette position est confortée par le texte de l'article 207 du code des sociétés commerciales qui exige que le dirigeant établisse la preuve de la diligence d'un entrepreneur avisé et d'un mandataire loyal.

L'appréciation de la faute de gestion devrait donc logiquement se faire par rapport au comportement qu'aurait eu le chef d'entreprise diligent. L'administrateur commettrait une faute de gestion si son comportement s'éloigne de l'exigence de loyauté et de diligence.

**754.** La même vision est partagée par les tribunaux français, le dirigeant commet une faute de gestion lorsque son comportement s'éloigne de celui de

---

<sup>983</sup> Arrêt cité par **Ouerfelli (A), Ayari (K)**, « code des sociétés commerciales annoté », Op.cit. p. 621.

l'administrateur consciencieux, honnête et respectueux des règles normales de la gestion des sociétés commerciales<sup>984</sup>.

L'appréciation des fautes de gestion revient aux juges du fond. Ceux-ci, ne se substituent pas aux dirigeants pour apprécier l'opportunité des décisions de gestion, ils recherchent si le processus de décision a été correct<sup>985</sup>.

**755.** Il est à souligner que les dirigeants sociaux ne sont tenus qu'à une obligation de moyens. L'état dégradé des affaires de la société ne permet donc pas de présumer la faute du président du conseil d'administration<sup>986</sup>.

D'ailleurs, gérer une société implique la prise de risques. Si un risque se réalise cela n'implique pas forcément que le dirigeant a commis une faute. C'est pour cela que pour vérifier l'existence de la faute de gestion, les juges du fond doivent se projeter au moment de la prise des décisions contestées. Et ce pour ne pas se faire influencer par les conséquences finales de ces décisions qui auraient pu sembler appropriées au moment où elles ont été prises. Ne sont alors fautives que les décisions déraisonnables, au moment où elles ont été prises<sup>987</sup>.

**756.** En définitive, tout comportement du dirigeant contraire à l'intérêt social peut être considéré comme une faute de gestion<sup>988</sup>. Qu'il soit la résultante d'une prise de décision ou d'une simple abstention<sup>989</sup>.

Les juges laissent aux dirigeants une marge d'erreur, inhérente à toute prise de décision. Ainsi, un dirigeant dont la gestion est correcte et qui agit de bonne foi en respectant les usages de sa profession ne commet pas une faute susceptible d'engager sa responsabilité.

---

<sup>984</sup> **Le Bars (B)**, Op.cit. n°37.

<sup>985</sup> **Guyon (Y)**, Note sous C.A. Versailles, 17 mars 1998, Rev. sociétés 1998 p. 828 ; **Maury (F)**, RJ com. 1999 p. 331.

<sup>986</sup> **Bailod (R)**, Note sous C.A. Versailles, 11 juin 1998, Bull. Joly sociétés 1998 p.1168.

<sup>987</sup> **Tunc (A)**, « Rapport sur la responsabilité civile des organes de sociétés », in Évolution du droit des sociétés, Travaux de l'association Capitant, t. XV, 1967, Dalloz, p. 30

<sup>988</sup> **Daigre (J-J)**, Note sous Cass. Com. 7 octobre 1997, n° 1947, Bull. Joly 1997 p.1074.

<sup>989</sup> **Le Bars (B)**, Op.cit. n°38.

**757.** Avec l'avènement de la théorie de la Corporate Governance, les dirigeants des sociétés cotées en bourse peuvent se référer à la déontologie et aux bonnes pratiques prônées par cette doctrine comme modèle de référence. Il s'agit là d'une influence qui devrait être de plus en plus marquante pour les dirigeants avec l'adoption par le législateur de certains principes relatifs au fonctionnement interne des sociétés et à la transparence. Cette influence est d'autant plus marquante à l'heure actuelle que législations tunisienne et française<sup>990</sup> ont intégré certains principes relatifs au fonctionnement interne des sociétés et à la transparence quant à leurs modes de contrôle interne<sup>991</sup>.

**758.** La faute de gestion doit par ailleurs, être prouvée par celui qui invoque la réparation du dommage par elle causée. Et il faut dire que cette preuve n'est pas aisée. Même si elle peut être apportée par tous les moyens puisqu'il s'agit d'un fait juridique. Dans ce cadre, la désignation d'un expert de gestion qui présenterait un rapport d'expertise sur la faute de gestion présumée et préciserait si elle a causé ou non un dommage peut s'avérer être la solution adéquate pour la personne qui voudrait apporter une telle preuve<sup>992</sup>. Car au-delà de l'établissement de la faute du dirigeant, la victime devra prouver qu'elle a subi un préjudice découlant de cette faute si elle veut obtenir réparation.

---

<sup>990</sup>Loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 en France ( V. notamment **Couret (A)**, « La loi sur les nouvelles régulations économiques : la régulation du pouvoir dans l'entreprise », J.C.P. éd. E, 2001 p. 1660 ; « Les dispositions de la loi de sécurité financière intéressant le droit des sociétés », J.C.P. éd. E, 2003.1290, n° 22, p. 1426) et la loi n°2005-96 du 18 octobre 2005 en Tunisie (V. **Ben Salah (W)**, « Transparence et marchés financiers en Tunisie », actes du colloque «Transparence financière et réformes institutionnelles» 3, 4 avril 2008 à Tabarka).

<sup>991</sup> **Le Bars (B)**, Op.cit. n°38.

<sup>992</sup> Sur ce point V. **Lefebvre (Th)**, « L'expertise face à la production d'informations financières des sociétés », Presses universitaires d'Aix-Marseille 2004, thèse.

## Paragraphe 2 - Un préjudice délicat à établir

**759.** La mise en cause de la responsabilité civile des dirigeants sociaux nécessite la preuve d'un préjudice causé par leur faute.

Généralement, les dirigeants ne seront déclarés responsables que des actes ayant effectivement produit des effets.

Par exemple, la communication tardive d'informations financières ne peut engager la responsabilité des administrateurs, si ce retard ne produit aucun préjudice aux investisseurs.

Les règles sont les mêmes qu'en droit commun, le préjudice peut consister en une perte ou en un manque à gagner, privant la société des bénéfices ou de l'économie qu'elle avait pour objet de réaliser<sup>993</sup>.

**760.** En matière boursière, le dommage consiste souvent en la perte d'une chance, notamment en matière de communication d'informations financières.

Ainsi, quand une société émet par voie de presse un communiqué excessivement pessimiste qui amène ses actionnaires à vendre immédiatement leurs actions alors qu'elle sait également que la valeur des titres sociaux va se maintenir grâce à la mise en œuvre d'une garantie de cours, le préjudice des actionnaires est constitué par la perte d'une chance de céder leurs actions à la société débitrice de la garantie de cours pour un meilleur prix<sup>994</sup>. Même, si le dommage peut également être moral, l'on conçoit mal un tel préjudice dans le domaine des marchés financiers.

**761.** Bien sûr, la preuve du préjudice subi incombe au demandeur à l'action. D'ailleurs, lorsque cette preuve est faite, une difficulté ne manquera pas de se présenter aux juges. Elle concerne l'évaluation du préjudice.

---

<sup>993</sup> Articles 1149 et 1832 du code civil en France et article 107 du COC en Tunisie.

<sup>994</sup> **Daigre (J-J)**, Note sous C.A. Paris, 26 septembre 2003, Bull. Joly 2004 p. 84.

Les actes de gestion de la société, sont des actes qui se succèdent et qui s'imbriquent de telle façon qu'une perte peut être contrebalancée par des gains ultérieurs qu'elle a rendus possibles.

**762.** Devant une telle situation, la jurisprudence a tendance à ne considérer que le résultat global et à ne retenir la faute du dirigeant que si le solde de sa gestion se révèle préjudiciable à la société ou aux actionnaires<sup>995</sup>. D'autres situations peuvent s'avérer plus délicates à traiter. Ainsi, il y a des fautes qui n'entraînent pas forcément un dommage. Il en est ainsi des transgressions aux obligations d'information ou de communication qui pèsent sur les sociétés cotées en bourse. La mauvaise communication, ou la communication tardive, voire l'absence de communication, ne peuvent être réparables que dans le cas où, elles empêchent les actionnaires de prendre une décision de nature à protéger leurs intérêts, causant de ce fait une perte de chance<sup>996</sup>.

Pour le professeur Vatinet<sup>997</sup>, si les actions sociales à l'encontre des dirigeants sont relativement rares cela tient aussi à l'inadéquation des principes du droit de la responsabilité civile.

**763.** Il est vrai que lorsqu'il s'agit de définir l'étendue de l'obligation de réparation susceptible de peser sur le dirigeant, le principe de réparation intégrale paraît particulièrement inadapté surtout au contexte des sociétés cotées en bourse.

D'ailleurs, le fait qu'en France, les rares cas où le préjudice social a été réparé sont des cas où la délimitation du préjudice était précise<sup>998</sup> est plein d'enseignements.

---

<sup>995</sup> **Guyon (Y)**, Note sous Cass. Soc. 3 avril 1990, Rev. sociétés 1990 p. 625.

<sup>996</sup> **Le Bars (B)**, Op.cit. n° 50 et 51.

<sup>997</sup> **Vatinet (R)**, « La réparation du préjudice causé par la faute des dirigeants sociaux, devant les juridictions civiles », Rev. sociétés 2003 p. 247 n°6.

<sup>998</sup> Un cas où contrat conclu par le dirigeant avait un coût trop élevé C.A .Paris, 7 sept. 1995, Dr. Soc 1996, n° 65 ; V. aussi Cass. com. 18 juin 1996, RJDA 1996, n° 1211, la réparation du montant des avances abusivement consenties par un dirigeant à une filiale.

**764.** Pour les dirigeants de sociétés cotées en bourse, force est de constater que le préjudice réparable resterait sans doute trop élevé, dans la plupart des situations, pour pouvoir être supporté par eux seuls.

Ainsi, par exemple, le préjudice causé à la société par la diffusion dans le public d'une fausse information peut être extrêmement élevé.

Dans pareils cas, on sait d'avance que « les condamnations prononcées ne pourront pas être à la mesure du préjudice, trop lourdes à supporter, non seulement pour le dirigeant social lui-même, mais aussi pour les compagnies d'assurance, dont les possibilités ne sont pas illimitées ». <sup>999</sup>

**765.** Aussi, l'appréciation du lien de causalité est particulièrement délicate, en raison de l'enchaînement des actes de la vie sociale et des effets extérieurs susceptibles d'amplifier les effets dommageables de certaines décisions sociales <sup>1000</sup>.

Ainsi, en cas de dépréciation de la valeur des actions d'une société cotée, comment savoir quelle part de responsabilité est attribuable à la fausse information divulguée et quelle autre part à la crise économique par exemple ou à d'autres facteurs extérieurs à la société ? Même en admettant que ces différents facteurs sont à l'origine du préjudice quelle part dans le dommage donner à la faute du dirigeant et quelle part aux facteurs externes ?

**766.** De même, lorsque la faute commise par les dirigeants consiste en la diffusion d'informations prévisionnelles erronées, données à titre indicatif, la caractérisation du lien de causalité est particulièrement difficile.

---

<sup>999</sup> **Vatinet (R)**, Op.cit. n°6.

<sup>1000</sup> La caractérisation du lien de causalité demeure sous le contrôle de la Cour de cassation. La Haute juridiction a ainsi cassé un arrêt car estimant qu'il était insuffisamment motivé puisqu'il se limitait à constater que les pertes de la société sont dues à des causes autres que les fautes des administrateurs sans indiquer lesquelles Cass. civ. 18 mai 1887, DP 1887.1.400

Egalement, des difficultés particulières se rencontrent lorsque le dommage, provoqué par la faute des dirigeants, a été aggravé par la négligence des commissaires aux comptes qui ne l'ont pas découvert à temps<sup>1001</sup>.

**767.** Dans ces cas, on risque fort de voir le juge enfermé « dans un choix entre tout et rien ». Si le lien de causalité est admis, le dirigeant devrait être condamné à la réparation intégrale, alors que dans le cas contraire, il sera mis totalement hors de cause.<sup>1002</sup>

Est-ce pour autant une bonne raison pour exclure la responsabilité civile des dirigeants sociaux et reporter sur la société la charge de réparer les préjudices qu'auront causé leurs comportements répréhensibles ?

Assurément non, car il est important de ne pas reporter la réparation du préjudice sur la société cotée. Les dirigeants sociaux devraient supporter les conséquences de leurs fautes et ne pas se décharger sur leurs sociétés.

**768.** Il est d'ailleurs possible de mettre en cause l'ensemble du groupe dirigeant, et ainsi atteindre un double objectif : alléger le poids des condamnations individuelles mais aussi et surtout répondre aux exigences de la doctrine de la corporate governance consistant à « responsabiliser » l'ensemble des mandataires sociaux pour ne plus admettre l'excessive passivité de certains d'entre eux<sup>1003</sup>.

D'ailleurs, que ce soit en Tunisie ou en France, le texte de la loi est clair. Il permet la mise en cause de l'ensemble des dirigeants de sociétés cotées en bourse. Ainsi, l'article 207 du Code des sociétés commerciales dispose que « les membres du conseil d'administration sont solidairement responsables, conformément aux règles du droit commun, envers la société ou envers les tiers... ». Il en est de même en France, où l'article L225-251 du code de commerce prévoit expressément la possibilité de mettre en jeu la

---

<sup>1001</sup> **Le Bars (B)**, Op.cit. n°52

<sup>1002</sup> **Vatinet (R)**, Op.cit. n°7.

<sup>1003</sup> **Vatinet (R)**, Op.cit. n°9.

responsabilité des administrateurs « individuellement ou solidairement, selon le cas, envers la société ou envers les tiers ».

**769.** Au final, les conditions de mise en cause de la responsabilité des dirigeants des sociétés cotées en bourse apparaissent restrictives. Ces conditions ne participent à une meilleure responsabilisation de ces dirigeants et compliquent la tâche de la victime désirant obtenir réparation. Une tâche d'autant plus enhardie que la mise en œuvre de cette responsabilité est entravée.

## SECTION II

### UNE MISE EN ŒUVRE ENTRAVÉE

**770.** Les actions mettant en cause la responsabilité civile des dirigeants sociaux s'articulent autour de quatre axes : les actions sociales ut universi et ut singuli, la responsabilité vis-à-vis des tiers et l'action individuelle.

Malgré ces voies d'actions multiples, voir un dirigeant conduit à réparer un préjudice causé par sa faute, paraît peu probable « car ces actions sont soit utopiques, soit philanthropiques, soit illusoires ou soit négligées »<sup>1004</sup>.

La manière dont la délimitation est aménagée entre ces deux catégories de préjudice traduit une prééminence de la personne morale, d'où il résulte un constat qui peut paraître paradoxal : la réparation du préjudice social est la plus facile à obtenir, bien qu'elle soit rarement demandée (**Paragraphe 1**); la réparation du préjudice individuel distinct est compliquée à obtenir, bien que la demande sur ce point paraisse aujourd'hui plus forte<sup>1005</sup> (**Paragraphe 2**).

---

<sup>1004</sup> **Navarro (J-L)**, « Suggestions pour une amélioration des régimes de responsabilité civile des dirigeants sociaux », L.P.A., 02 août 2007 n° 154, p. 39.

<sup>1005</sup> **Vatinet (R)**, Op.cit. p. 247.

## **Paragraphe 1- L'inadéquation de l'action sociale à l'encontre des dirigeants sociaux**

**771.** L'action sociale, vise à réparer le préjudice subi par la société et non pas le préjudice subi par les actionnaires<sup>1006</sup>.

L'action sociale peut être mise en œuvre *ut-universi*, c'est à dire par les représentants de la société victime des agissements de ses dirigeants (**A**).

L'action sociale, peut de même, être intentée *ut-singuli*. Dans ce cas, à l'instar de l'action sociale exercée *ut-universi*, le but de la manœuvre est de réparer le préjudice subi par la société. Mais, contrairement à l'action *ut-universi*, l'initiative appartient, dans cette hypothèse, aux actionnaires (**B**).

### ***A- L'action ut-universi : une mise en œuvre improbable***

**772.** Si les objectifs recherchés par l'action *ut-universi* ne diffèrent guère entre la Tunisie et la France, les conditions de sa mise en œuvre divergent quelque peu entre les deux pays.

En Tunisie, l'action sociale *ut-universi* peut être mise en œuvre par les représentants de la société, suite à une décision de l'assemblée générale, adoptée même si son objet ne figure pas dans l'ordre du jour. C'est ce qui ressort des dispositions de l'article 220 du Code des sociétés commerciales tel qu'il a été modifié par la loi du 16 mars 2009.

**773.** L'action sociale en Tunisie est donc subordonnée à la volonté de l'assemblée générale. A première vue, cette solution n'est pas dénuée d'avantages car elle permettrait d'éviter l'écueil de l'inaction qui caractérise souvent le comportement des dirigeants sociaux, peu enclins à mettre en marche ce genre d'actions. Néanmoins, subordonner l'action sociale à une décision de l'assemblée générale, fait qu'une action de ce genre a peu de

---

<sup>1006</sup> **Ouerfelli (A), Ayari (K)**, Op.cit. p. 666.

chances de se produire dans la pratique surtout dans le cadre des sociétés cotées en bourse. En effet, réunir une majorité à l'assemblée générale d'une société cotée n'est pas chose aisée. Cela risquerait alors d'ôter toute efficacité à cette action.

**774.** D'ailleurs, il est à noter que le texte de l'article 220 du CSC ne précise pas si cette décision doit être prise dans le cadre d'une assemblée générale ordinaire ou extraordinaire. Néanmoins, cette décision ne peut émaner que d'une assemblée générale ordinaire laquelle dispose d'une compétence générale qui couvre tous les aspects de la vie sociale<sup>1007</sup>. Alors que l'assemblée générale extraordinaire ne peut intervenir que lorsqu'il s'agit de modifier les statuts de la société<sup>1008</sup>.

Ceci veut dire que pour exercer le recours ut universi, il y'a nécessité d'attendre la tenue de l'assemblée générale ordinaire. Cette solution présente alors un inconvénient de taille car une telle attente peut compromettre l'exercice de l'action.

**775.** Il serait alors plus judicieux de laisser la possibilité au conseil d'administration ou au directoire de pouvoir exercer l'action sans consulter nécessairement l'assemblée générale. Tout en gardant la possibilité pour l'assemblée générale de provoquer la poursuite judiciaire en cas d'inaction de ses dirigeants.

**776.** D'autre part, l'assemblée générale garde la possibilité de se rétracter et renoncer à l'action ou de transiger. Cette possibilité lui est donnée par l'article 220 du code des sociétés commerciales, à condition qu'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins cinq pour cent du capital de la société anonyme ne faisant pas appel à l'épargne ou trois pour cent du capital de la société anonyme faisant appel public à l'épargne, et n'ayant pas la qualité de

---

<sup>1007</sup> A l'exception des compétences attribuées par le CSC à l'assemblée générale extraordinaire.

<sup>1008</sup> L'assemblée générale extraordinaire dispose d'une compétence réduite qui a trait aux questions nécessitant la modification des statuts de la société tels que l'augmentation ou la réduction du capital social, le changement de la forme juridique de la société, la dissolution de la société ou encore la scission de la société, article 291 du Code des sociétés commerciales.

de membres du conseil d'administration ne s'y opposent pas. La décision d'exercer l'action ou de transiger entraînera la révocation des membres du conseil d'administration concernés.

**777.** Il est à noter que le seuil de détention qui permet à un ou plusieurs actionnaires de s'opposer à la transaction ou à la renonciation de l'action a été abaissé par la loi n°2009-16 du 16 mars 2009. En effet, dans sa rédaction antérieure, la transaction ou la renonciation pouvait s'opérer à la condition qu'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins quinze pour cent du capital social ne s'y opposent pas.

Même si cet abaissement a le mérite de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires qui sont dotés d'un droit de veto qui leur permet de s'opposer à toute transaction ou renonciation à l'action sociale.

**778.** On peut tout de même s'étonner du fait qu'il soit possible de bloquer la transaction ou la renonciation par un ou plusieurs actionnaires détenant au moins trois pour cent du capital de la société cotée à la bourse de Tunis.

Dans la pratique il faudra obtenir une quasi unanimité au sein de l'assemblée générale pour renoncer à l'action ou transiger. Alors qu'une majorité simple suffit à lancer l'action. Autant dire qu'une telle renonciation ou transaction a peu de chances de se produire s'agissant de sociétés cotées en bourse.

**779.** En France, l'action sociale ut-universi est mise en œuvre par les représentants de la société cotée en bourse.

A partir du moment où la faute des dirigeants cause un préjudice à la société, c'est à ces derniers, en tant que représentants de la société cotée d'exercer l'action en justice.

**780.** C'est donc là une différence fondamentale avec le droit tunisien. En effet, là où l'action sociale est subordonnée en Tunisie à une décision de l'assemblée générale, l'article L. 225-253 du code de commerce français

répute « non écrite toute clause des statuts ayant pour effet de subordonner l'exercice de l'action sociale à l'avis préalable ou à l'autorisation de l'assemblée générale, ou qui comporterait par avance renonciation à l'exercice de cette action. »

**781.** D'ailleurs, toujours selon l'article L225-253 « aucune décision de l'assemblée générale ne peut avoir pour effet d'éteindre une action en responsabilité contre les administrateurs pour faute commise dans l'accomplissement de leur mandat ».

C'est d'ailleurs, le fait que cette décision soit subordonnée à une décision des dirigeants de la société qui a été critiqué par la doctrine qui avance que « les intéressés sont rarement enclins à tresser la corde qui servira à les pendre »<sup>1009</sup> ou qui servira à pendre leurs collègues. Le talon d'Achille de l'action ut-universi réside dans l'inaction, ou l'action trop rare, de la personne pouvant mettre en œuvre cette action. C'est cette situation qu'il faut combattre car elle est à l'évidence en contradiction avec les règles de bonne gouvernance qui exigent une meilleure responsabilisation des dirigeants sociaux.<sup>1010</sup>

**782.** Pour remédier à cette inaction des dirigeants sociaux, un auteur<sup>1011</sup> propose d'infliger des sanctions aux dirigeants qui ne mettent pas en œuvre l'action ut-universi, alors que les circonstances auraient dû les conduire à agir.

Pour ce faire, deux voies semblent être ouvertes. Une première ayant pour base le droit civil et une deuxième ayant pour fondement le droit commercial.

Premièrement, il est possible de partir du postulat qu'une abstention peut être, dans certains cas, constitutive d'une faute<sup>1012</sup>.

---

<sup>1009</sup> **Cozian (M), Viandier (A) et Deboissy (F)**, « Droit des sociétés », Op.cit. p. 126.

<sup>1010</sup> **Navarro (J-L)**, Op.cit. n°3.

<sup>1011</sup> Ibid.

<sup>1012</sup> Pour plus de détails V. **Bourrinet**, « L'abstention, source de responsabilité civile délictuelle », Thèse Montpellier, 1959.

En effet, si un courant doctrinal classique avance qu'une abstention n'est fautive que si la personne contrevient à une obligation légale ou réglementaire d'agir. Sans une obligation formelle d'agir, l'omission pure et simple ne serait pas fautive, sauf si elle est guidée uniquement par une mauvaise intention.

**783.** Une bonne partie de la doctrine, conteste cette conception. Pour ces auteurs, une faute d'abstention obéit aux règles générales de définition de la faute. Son appréciation devrait se faire de la même façon que la faute de commission. Une détermination in abstracto de cette faute devrait se faire sur la base d'une constatation : la personne n'a pas fait ce qu'à sa place un homme raisonnable aurait fait<sup>1013</sup>.

**784.** La jurisprudence française semble d'ailleurs abonder dans cette direction. Si de nombreux arrêts, relèvent une « obligation d'agir » à la charge de l'auteur d'une abstention fautive<sup>1014</sup>. La Cour de cassation<sup>1015</sup> a aussi admis l'existence d'une faute d'omission sans aucune référence à une obligation d'agir.

Il est donc possible de penser qu'un dirigeant social qui n'agit pas alors qu'il devrait le faire pour réparer le préjudice subi par la société, commet une faute. Les tribunaux pourraient voir dans l'inaction du dirigeant social par son refus de mettre en œuvre l'action ut-universi, dès lors qu'il aurait dû, de toute évidence, le faire.

**785.** Mais même si on admet qu'un dirigeant qui n'engage pas l'action ut-universi alors que les circonstances auraient dû le conduire à le faire, commet une faute. Une autre entrave ne saurait manquer de surgir.

---

<sup>1013</sup> **Marty (G) et Raynaud (P)**, « Droit civil, Les obligations », T. 1, Les sources, Paris, Sirey, 2<sup>ème</sup> édition, 1962, n° 468 ; **Viney (G) et Jourdain (P)**, « Les conditions de la responsabilité », LGDJ, 3<sup>ème</sup> Ed., 2006, Paris, n°456 ; **le Tourneau (Ph) et Cadiet (L)**, « Droit de la responsabilité », coll. « Dalloz action », Paris, Dalloz 1996, n° 3347.

<sup>1014</sup> V. **Desbois (H)**, Note sous cass. civ., 27 février 1951, D. 1951, p. 329 ; **Carbonnier (J)**, « Le silence et la gloire », D. 1951, chron., p. 119.

<sup>1015</sup> Cass. civ., 19 juin 1996, cité par **Navarro (J-L)** Op.cit. n°4.

Celui du préjudice réparable. Car l'inaction du dirigeant n'est pas à l'origine du préjudice subi par la société. Cela signifie, qu'en définitive, un seul préjudice serait éventuellement réparable celui dit « pour perte d'une chance ».

Ce cas de figure se rapprocherait de celui où un justiciable serait par la faute de son avocat ou de son huissier dans l'impossibilité de faire valoir ses droits (Le cas d'un avocat qui n'aurait pas intenté un procès en appel dans le délai légal par exemple). Un préjudice que la Cour de cassation admet comme réparable si le justiciable avait des chances sérieuses de gagner son procès.

**786.** Mais voilà, la chance est perdue par la société. C'est elle qui subit le préjudice et c'est donc à son représentant d'agir en son nom pour demander la réparation de cette perte de chance. Ce serait donc, au dirigeant fautif d'intenter un procès au nom de la société contre lui-même. Inutile de dire qu'il manquera de motivation pour nouer la corde qui servira à le pendre. A moins, bien sûr que le dirigeant fautif n'ait été révoqué et que son successeur décide d'intenter l'action à son encontre<sup>1016</sup>.

Dans ce cas de figure, on serait alors en présence d'une faute et d'un dommage mais on ne trouverait personne pour intenter l'action en justice.

**787.** Les théories civilistes, semblent donc conduire à une impasse. Le recours à des notions de droit des sociétés serait-il plus avantageux ?

En effet, le recours dans cette hypothèse à la notion de faute de gestion semble être possible.

Etant donné que l'intérêt social impose au dirigeant d'agir et d'intenter l'action ut-universi et que la faute de gestion s'apprécie par rapport à l'intérêt social. Il semble possible que l'inaction du dirigeant puisse être assimilée à une faute de gestion<sup>1017</sup>.

---

<sup>1016</sup> Navarro (J-L), Op.cit. n°5.

<sup>1017</sup> Navarro (J-L), Op.cit. n°6.

Dans ce cas, l'actionnaire pourrait exercer l'action ut-singuli en vue de voir réparer le préjudice social consistant en une perte d'une chance.

D'ailleurs, cette action a été conçue afin de remédier à l'inaction des dirigeants sociaux. Ainsi une certaine pression pourrait inciter les dirigeants à l'action.

Mais là encore, il y'a anguille sous roche. Car l'action ut-singuli souffre elle-même de ses propres vicissitudes<sup>1018</sup>.

**788.** Face à ce constat, on peut avec un auteur<sup>1019</sup>, proposer l'instauration d'un régime spécial de responsabilité qui prévoirait qu'un dirigeant qui n'agit pas, alors que les circonstances auraient dû le pousser à le faire, engagerait automatiquement sa responsabilité et devrait réparer le préjudice subi par la société et découlant des agissements du dirigeant qu'il a voulu protéger.

Cette « action pour inaction » pourrait être intentée par les actionnaires. Cette action aurait pour rôle de consolider l'action sociale ut-universi en incitant les dirigeants à agir contre leurs collègues sous peine, le cas échéant, de devoir en subir les conséquences<sup>1020</sup>.

**789.** Au final, la meilleure solution serait un mix entre législations française et tunisienne. Et ce en permettant l'exercice de cette action aussi bien par l'assemblée générale que par le conseil d'administration ou le directoire de la société. Aux lourdeurs de l'assemblée générale pourrait palier la réactivité du directoire et à l'inaction des représentants de la société cotée en bourse, pourrait remédier l'assemblée générale.

Il reste que la mise en œuvre de ces solutions ne pourrait se faire sans leur adoption par le législateur.

---

<sup>1018</sup> V. infra p. 408.

<sup>1019</sup> Navarro (J-L), Op.cit. n°6.

<sup>1020</sup> Navarro (J-L), Op.cit. n°7.

L'action ut-universi ne devrait donc pas, dans les faits, constituer une menace réelle pour les dirigeants sociaux. Reste que pour pallier à l'inefficacité de cette action, une autre action sociale est possible : l'action ut-singuli.

### **B- L' action Ut-singuli : une mise en œuvre difficile**

**790.** L'exercice ut-singuli de l'action sociale est un mécanisme de défense de l'intérêt social bien ancré en droit français, puisque ses origines remontent à la jurisprudence du 19<sup>e</sup> siècle<sup>1021</sup>.

Comme pour l'action sociale exercée ut-universi, le but de la manœuvre est de réparer le préjudice subi par la société. Mais contrairement à l'action ut-universi, l'initiative appartient, dans cette hypothèse, aux actionnaires.

Les actionnaires sont dotés de ce pouvoir par les dispositions de l'article 220 du code de commerce en Tunisie<sup>1022</sup> et par les dispositions de l'article L. 225-252 du Code de commerce en France<sup>1023</sup>.

**791.** L'objectif de l'action ut-singuli est évidemment de pallier l'inaction éventuelle des dirigeants sociaux en France ou de l'assemblée générale ordinaire en Tunisie. Pour cette raison, il est dit habituellement qu'elle a un caractère subsidiaire. Cette affirmation n'a plus beaucoup de sens aujourd'hui.

---

<sup>1021</sup> **Pagnucco (J-Ch)**, « L'action sociale ut singuli et ut universi en droit des groupements », Fondation Varenne, LGDJ, 2006, n<sup>os</sup> 3 et s.

<sup>1022</sup> L'article 220 du code des sociétés commerciales tel que modifié par la loi n°2009-16 du 16 mars 2009 amendant et complétant certaines dispositions du code des sociétés commerciales dispose que : « Un ou plusieurs actionnaires détenant au moins cinq pour cent du capital s'il s'agit d'une société anonyme ne faisant pas appel public à l'épargne ou trois pour cent du capital s'il s'agit d'une société anonyme faisant appel public à l'épargne ou dont la participation au capital est au moins égale à un million de dinars et n'ayant pas la qualité de membre ou de membres du conseil d'administration peuvent, dans un intérêt commun, exercer une action en responsabilité contre les membres du conseil d'administration pour faute commise dans l'accomplissement de leurs fonctions. L'assemblée générale ne peut décider le désistement à l'exercice de l'action. Toute clause contraire des statuts est réputée nulle. »

<sup>1023</sup> Selon les dispositions de cet article : « Outre l'action en réparation du préjudice subi personnellement, les actionnaires peuvent, soit individuellement, soit par une association répondant aux conditions fixées à l'article L. 225-120 soit en se groupant dans les conditions fixées par décret en Conseil d'Etat, intenter l'action sociale en responsabilité contre les administrateurs ou le directeur général. Les demandeurs sont habilités à poursuivre la réparation de l'entier préjudice subi par la société, à laquelle, le cas échéant, les dommages-intérêts sont alloués. »

Il n'est en effet pas nécessaire que l'inaction des organes légaux soit spécialement constatée, les actionnaires pouvant agir sans délai afin de demander la réparation du préjudice social. Il leur suffit d'agir les premiers. Néanmoins, si l'action civile est intentée par les organes légaux de la société, l'action ut-singuli ne serait recevable que si elle garde un intérêt. Si elle est exercée sur un fondement différent (faute différente, par exemple) ou contre d'autres mandataires sociaux que ceux que l'action ut-universi met en cause<sup>1024</sup>.

**792.** Cependant, il faut être bien « philanthrope » pour exercer l'action ut-singuli lorsqu'on est actionnaire d'une société cotée en bourse. Celui-ci s'il se retrouve victime du comportement fautif d'un dirigeant hésitera généralement à mettre en œuvre l'action ut-singuli car il devra en assumer les frais, alors même que les dommages-intérêts éventuellement versés bénéficieront à la seule société<sup>1025</sup>.

L'article 220 du code de commerce le précise « les indemnités allouées par le jugement sont dues à la société. ». L'article L.225-252 affirme également que les dommages et intérêts sont alloués à la société.

**793.** Cette règle s'explique par la nature même de l'action ut-singuli, qui est de servir les intérêts de la société à court terme et par conséquent servir les intérêts de l'actionnaire à plus long terme. Pourtant, elle atteint toutes ses limites lorsqu'il s'agit de réparer le préjudice subi par une société cotée en bourse. Le profit qu'un actionnaire pourrait en retirer serait probablement inférieur au coût de la procédure qu'il engagerait.

**794.** Cette situation est anormale, car elle est de nature à décourager les éventuelles actions que pourraient mener les actionnaires des sociétés cotées. Dès lors que l'action est fondée et qu'elle n'est pas abusive, il faudrait prévoir la possibilité pour l'actionnaire de se faire rembourser les frais avancés

---

<sup>1024</sup> **Vatinet (R)**, Op.cit. n°12.

<sup>1025</sup> **Navarro (J-L)**, Op.cit. n°8.

ou encore la possibilité de voir la société en assumer tout simplement le coût puisqu'elle en est l'éventuel bénéficiaire.

**795.** Il est à noter que l'exercice de l'action Ut-singuli a été facilité en Tunisie. En effet, l'article 220 du code des sociétés commerciales dans sa version antérieure à la loi du 16 mars 2009 prévoyait que l'action sociale pouvait être exercée par « un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 15 pour cent du capital social,... ».

Il est évident qu'à partir du moment où l'on se place sur le terrain des sociétés cotées en bourse, cette exigence de représenter au moins 15 pour cent du capital social pour pouvoir exercer l'action sociale aboutissait de facto à priver une majorité écrasante d'investisseurs en bourse du droit d'agir en justice au nom de la société.

**796.** Sur ce point, la loi du 16 mars 2009 est venue donc renforcer les droits des actionnaires et améliorer les standards juridiques en vue d'une meilleure adéquation avec les nouvelles exigences de la mondialisation.

Ainsi, lorsqu'il s'agit de sociétés cotées en bourse, l'exercice de l'action ut-singuli le seuil de détention a été abaissé de 15% à 3% ou la détention d'une participation au moins égale à un million de dinars, quel que soit la fraction du capital qu'elle représente.

**797.** Pourtant, cette exigence semble encore excessive car elle prive de facto les actionnaires minoritaires et les petits épargnants du droit d'exercer l'action sociale. En effet, au vu du capital social extrêmement élevé des sociétés cotées en bourse, détenir des actions d'une valeur d'un million de dinars d'une société cotée à la bourse des valeurs mobilières de Tunis devrait constituer,

dans la plupart des cas, le seuil de détention minimum pour pouvoir exercer ce type d'action<sup>1026</sup>.

Il est donc évident que pour pouvoir exercer cette action, les actionnaires minoritaires devront trouver un terrain d'entente qui leur permette de se regrouper à plusieurs dizaines ou centaines, autour de l'intérêt commun de la société. Autant dire que ce n'est pas gagné d'avance.

Déjà que ce type d'action est extrêmement rare, car pas assez « rentable ». Il serait alors plus judicieux d'alléger cette exigence afin de permettre à un plus grand nombre d'actionnaires d'exercer ce droit.

**798.** En l'absence de tout cadre réglementaire, permettant et organisant la création d'associations d'actionnaires qui permettraient de regrouper et de coordonner les efforts des actionnaires entendant exercer l'action ut-singuli, on peut penser que ce genre d'action ne rencontrera pas un grand succès en pratique.

## **Paragraphe 2- L'action individuelle restaurée**

**799.** La question de la responsabilité civile des dirigeants sociaux, a longtemps provoqué en France, débats et controverses. Principal point d'achoppement, la question de la responsabilité des dirigeants à l'égard des tiers. En cause : la théorie de la « faute séparable des fonctions» (**A**).

L'action individuelle des actionnaires apparait quant à elle facilitée et ce que ce soit en Tunisie ou en France (**B**).

---

<sup>1026</sup> Par exemple, le capital de la SFBT, société tunisienne cotée en bourse est de 66 millions de dinars. Pour exercer l'action ut singuli, l'actionnaire doit détenir au moins 3% du capital social. C'est-à-dire, des actions d'une valeur approximative de deux millions de dinars. Un million de dinars est donc dans la majorité des cas, la valeur minimum des actions que doit détenir un actionnaire souhaitant exercer l'action ut-singuli.

## **A- Le bouclier de la faute séparable des fonctions**

**800.** La théorie de la faute séparable des fonctions est une construction de la Cour de Cassation française, qui depuis 1988<sup>1027</sup>, exige la preuve de l'existence d'une « faute séparable » des fonctions du dirigeant mis en cause pour retenir la responsabilité personnelle des dirigeants sociaux à l'égard des tiers.

Cette création jurisprudentielle a été établie sur la base de l'article L. 225-251 du code de commerce qui dispose que : « Les administrateurs et le directeur général sont responsables, individuellement ou solidairement selon le cas, envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion ».

Cette théorie, qui est un moyen de déterminer la personne qui supportera la charge de la réparation du préjudice subi par les tiers<sup>1028</sup>, agit comme un bouclier pour protéger les dirigeants sociaux contre la multiplication des actions en responsabilité susceptibles de freiner leur initiative.

**801.** Cependant, cette jurisprudence demeure controversée et se trouve fortement décriée par la doctrine qui qualifie cette faute de « faute introuvable »<sup>1029</sup>.

Il est vrai, qu'en exigeant une telle preuve, la jurisprudence entérine au moins, le caractère exceptionnel de la responsabilité civile des dirigeants sociaux à l'égard des tiers. Au plus, l'adoption de cette théorie aboutit à consacrer

---

<sup>1027</sup> **Viandier (A)**, Note sous Cass. Com., 4 octobre 1988, Rev. sociétés, 1989, p. 213.

<sup>1028</sup> **Caramalli (D)**, «Le dernier épisode du feuilleton jurisprudentiel de la faute séparable», D. 2004 p. 1961

<sup>1029</sup> **Ohl (D)**, Note sous Cass. Com., 28 avril 1998 : J.C.P. éd. G, 1998, II, n° 10177.

l'irresponsabilité de facto des dirigeants sociaux dans leurs rapports avec les tiers<sup>1030</sup>.

**802.** Cette affirmation est d'autant plus vraie, que la faute détachable des fonctions est longtemps restée « introuvable ». Jusqu'en 2003, les décisions de la Chambre commerciale avaient offert une palette variée d'exemples de la qualification de « faute *inséparable* », créant ainsi une très fâcheuse impression d'immunité au profit des dirigeants, tout particulièrement au profit de dirigeants de sociétés commerciales<sup>1031</sup>.

**803.** A cause du caractère « introuvable » de la faute séparable des fonctions, cette jurisprudence a fait l'objet de critiques virulentes de la part de certains auteurs<sup>1032</sup>. Des critiques que d'autres ont voulu tempérer<sup>1033</sup>.

D'ailleurs, il a fallu attendre un arrêt du 20 mai 2003 émanant de la Chambre civile de la Cour de cassation<sup>1034</sup> pour, enfin, avoir une définition de la faute détachable ou séparable des fonctions. Cet arrêt considère comme faute détachable des fonctions « le fait pour un dirigeant de commettre intentionnellement une faute d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice des fonctions sociales ». La démonstration d'une telle faute permettant seule à sa victime de lever l'écran de la personnalité morale et de poursuivre le dirigeant fautif.

---

<sup>1030</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2006 n° 4, p. 399

<sup>1031</sup> **Barbièri (J-F)**, « Responsabilité civile des personnes morales et de leurs dirigeants : précisions sur les contours de la « faute séparable » », Rev. sociétés 2003 p. 479

<sup>1032</sup> **Barbièri (J-F)**, Note sous Cass. Com., 20 octobre 1998, n° 1576 P, SA Outinord Saint-Amand c/ Fischer, Bull. Joly Sociétés, 01 janvier 1999, p. 88.

<sup>1033</sup> **Vatinet (R)**, Op.cit. p. 247

<sup>1034</sup> V. sur cet arrêt : **Lienhard (A)**, Note sous Cass. Com., 20 mai 2003 : D., 2003, Act. jurisp., p. 1502 ; **Dondero (B)**, D., 2003, p. 2623 ; **Hadji-Artinian (S)**, J.C.P. éd. E, 2003, II, n° 1398, p. 1580 ; **Hallouin (J-C)**, D., 2004, Somm. p. 266 ; **Barbièri (J-F)**, Rev. sociétés, 2003, p. 479 ; **Chazal (J-P) et Reinhard (Y)**, RTD com., 2003, p. 529 ; **Le Nabasque (H)**, Bull. Joly Sociétés, 2003, p. 786, § 167.

La doctrine est toutefois restée partagée sur le sens de la définition donnée par cet arrêt<sup>1035</sup> :

**804.** Certains auteurs, y ont vu dans la foulée une définition relativement large permettant d'arguer un assouplissement de la jurisprudence de la Haute juridiction.

D'autres, en se basant sur des arrêts plus récents, tempèrent fortement cet optimisme et font remarquer que cette notion de faute séparable est encore interprétée de manière très restrictive<sup>1036</sup>.

**805.** Même si sur un plan pratique et plus pragmatique, mieux vaut que la victime s'adresse à la personne morale plutôt qu'au dirigeant car elle est réputée plus solvable. Il ne faudrait pas oublier que la responsabilité civile des dirigeants sociaux a aussi une fonction dissuasive qu'atténue fortement l'application d'une telle théorie.

D'ailleurs, on ne peut qu'approuver le fait que la jurisprudence tunisienne n'ait pas importé cette construction jurisprudentielle française et se contente pour retenir la responsabilité civile des dirigeants sociaux d'une faute simple. Cette position étant de nature à faciliter l'action individuelle à l'encontre des dirigeants sociaux.

### ***B- L'action individuelle facilitée des actionnaires***

**806.** L'action individuelle se distingue de l'action sociale, en ce sens que les indemnités allouées dans le cadre de cette action reviennent à l'actionnaire demandeur.

---

<sup>1035</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, Op.cit. p. 399.

<sup>1036</sup> **Navarro (J-L)**, Op.cit. p. 39, qui donne l'exemple d'une décision de la chambre commerciale de la Cour de cassation datée du 20 juin 2006 (n° 808 F-D), considère que le fait pour un dirigeant de société de truquer des documents pour présenter sa société de manière fautive et flatteuse afin de tromper un créancier, ne caractérise pas une faute intentionnelle d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales.

En Tunisie, l'action individuelle était prévue par l'alinéa 1<sup>er</sup> de l'article 80 du Code de Commerce. Mais le code des sociétés commerciales dans sa version initiale a abandonné cette action, qui a ainsi manqué d'un support textuel.

**807.** La doctrine a tout de même affirmé qu'il s'agit là d'une action de droit commun qui n'a guère besoin d'un texte spécial qui la consacre<sup>1037</sup>. Et la jurisprudence admettait les actions individuelles à l'encontre des dirigeants.

D'ailleurs, l'action individuelle a été définie par la Cour de cassation dans son arrêt n°28533 daté du 4 février 2004 comme « celle avec laquelle on agit directement à l'encontre des membres du conseil d'administration ou du comité d'administration collectif, ou du conseil de surveillance selon le cas sans avoir besoin d'agir contre la société au vu du caractère individuel de l'action qui a pour base la responsabilité personnelle du fauteur et qui cause un préjudice à l'actionnaire »<sup>1038</sup>.

**808.** Il reste que la suppression du texte qui fondait cette action ne pouvait qu'être source d'hésitation et de perplexité.

Dissipant ces doutes, la loi du 16 mars 2009, est venue restaurer cette action et lui donner un fondement textuel. Ainsi, l'alinéa 7 de l'article 220 du CSC ajouté par cette loi prévoit que « les dispositions précédentes ne font pas obstacle à l'exercice par l'actionnaire de l'action individuelle qu'il peut intenter lui-même et en son nom personnel ».

**809.** En France, bien que n'étant prévue par aucun texte, à l'exception d'une mention laconique à l'article L. 225-252 du Code de commerce<sup>1039</sup>, l'action individuelle intentée par l'actionnaire visant à la réparation du préjudice qu'il a subi personnellement, a été très tôt admise par la jurisprudence française<sup>1040</sup>.

---

<sup>1037</sup> **Ouerfelli (A)**, « La vraie réforme du droit des sociétés a bien eu lieu », Revue de la jurisprudence et de la législation n°7 Juillet 2009 p. 9.

<sup>1038</sup> **أحمد عويني**, تدعيم شفافية المعاملات في الشركات التجارية بعد تعديلات 16 مارس 2009، مجلة القضاء و التشريع عدد 8 أكتوبر 2009 ص 397.

<sup>1039</sup> **Navarro (J-L)**, Op.cit. p. 39 n°14.

<sup>1040</sup> Cass. civ., 26 novembre 1912, DP, 1913. I, p. 377, cité par **Navarro (J-L)** Op.cit. n°14.

En théorie, les actionnaires lésés par des fautes commises par les dirigeants sociaux, sont ainsi, en droit de leur demander, la réparation du préjudice qu'ils ont personnellement subi.

**810.** Cependant, l'action civile des actionnaires d'une société cotée en bourse à l'encontre des dirigeants sociaux s'est trouvée dans un premier temps, en France, doublement compliquée. Une complication qui a fait dire à un auteur que cette responsabilité était supprimée de fait<sup>1041</sup>. Ainsi, cette action s'est trouvée compliquée du fait que les actionnaires sont, contrairement à leurs homologues tunisiens, obligés pour engager la responsabilité civile des dirigeants sociaux de démontrer l'existence d'une faute séparable des fonctions des fonctions de ceux-ci. Néanmoins, par la suite la position de jurisprudence française s'est alignée sur ce qui prévaut en Tunisie et cette action a été facilitée par l'abandon par la Cour de cassation française de cette exigence (1). Par contre, l'action se trouve entravée par l'obligation faite à l'actionnaire de démontrer l'existence d'un préjudice personnel distinct de celui subi par la société (2).

### ***1 - La non application de la théorie de la faute séparable des fonctions***

**811.** La jurisprudence française considère les actionnaires comme étant étrangers à la société. Elle estime, de ce fait, qu'ils exercent l'action des tiers. Ainsi, la Cour d'appel de Versailles a estimé que « les actionnaires sont des personnes physiques, distinctes de la société anonyme et demandent réparation de leur propre préjudice, et non celui de la société ; qu'ils exercent donc « l'action des tiers » contre les administrateurs ». Ils doivent alors démontrer que les « administrateurs ont commis des fautes séparables de leurs fonctions ».

La Cour de Versailles, s'appuie pour étayer son argumentaire sur l'article L.225-251 du Code de commerce qui selon la Cour, observerait « une

---

<sup>1041</sup> **Descorps Declère (F)**, « Pour une réhabilitation de la responsabilité civile des dirigeants sociaux », D. 2003 p. 25

dichotomie primitive », qui opposerait « l'action sociale » par laquelle la société demanderait réparation à ses dirigeants, à l'action en responsabilité engagée par toute autre personne. Et ce sans différenciation aucune entre actionnaires et véritables tiers<sup>1042</sup>.

**812.** La situation des actionnaires en France est donc moins favorable, sur ce point qu'en Tunisie. La théorie de la faute séparable des fonction n'ayant pas trouvé écho auprès des tribunaux tunisiens.

On ne peut que nous en féliciter car en France, l'extension de l'application de la théorie de la faute séparable des fonctions aux actionnaires de la société cotée a été critiquée par la doctrine qui y voyait un usage inapproprié aux relations dirigeants - société - actionnaires. <sup>1043</sup>

**813.** Il faut dire, que les arguments avancés sont plutôt convaincants :

Tout d'abord, les actionnaires ne sont pas étrangers à la société. Ils y sont liés par le biais d'un acte juridique conventionnel qui est le fondement même de la société. De plus, ils sont investis d'une fonction légale qui fait que les dirigeants sociaux sont dans l'obligation de rendre compte aux actionnaires du respect des missions qui leurs ont été assignées. Dans les relations internes, la personnalité juridique ne doit pas faire office d'écran<sup>1044</sup>.

**814.** D'ailleurs, on l'a vu précédemment<sup>1045</sup>, la théorie de la « faute séparable des fonctions » n'a de sens qu'en raison de l'écran que crée la personnalité morale entre les dirigeants et les véritables tiers, extérieurs à la personne morale. Cette construction jurisprudentielle trouve sa justification, dans ce cadre, par la nécessité de séparer entre les actes relevant de la sphère fonctionnelle dont la responsabilité est assumée par la personne morale et ceux relevant de la sphère privée dont les dirigeants doivent répondre personnellement.

---

<sup>1042</sup> **Barbière (J-F)**, Note sous C.A. Versailles 17 janvier 2002, Bull. Joly sociétés 2002 p. 516.

<sup>1043</sup> **Barbière (J-F)**, Note sous Cass. Com., 22 mai 2001, Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 995.

<sup>1044</sup> **Barbière (J-F)**, note sous CA Versailles 17 janvier 2002, Op.cit. p. 516.

<sup>1045</sup> V. supra p. 410.

Alors que dans les rapports internes comme ceux matérialisés par les relations entre actionnaires et dirigeants sociaux, cette notion perd tout son intérêt. En effet, il ne s'agit pas de rechercher la responsabilité spécifique de la personne morale, mais uniquement de savoir si les dirigeants n'ont pas failli à leur obligation de loyauté dans l'exercice de leurs fonctions.

**815.** Un auteur, considère d'ailleurs que contrairement à la responsabilité des administrateurs à l'égard des tiers à la société, qui est de nature délictuelle, la responsabilité des administrateurs à l'égard des actionnaires a un indiscutable fondement contractuel dans les rapports triangulaires administrateurs - société - actionnaires. Les instruments d'analyse ne sont certainement pas identiques<sup>1046</sup>.

A partir de là, cet auteur considère que l'article L. 225-251 doit être interprété comme prévoyant que les administrateurs engagent leur responsabilité à l'égard de la société et des actionnaires, d'un côté, à l'égard des tiers, de l'autre, de toute infraction aux dispositions légales ou réglementaires, de toute méconnaissance des statuts, mais aussi des fautes de gestion. Il s'agit d'une, simple application du principe général de responsabilité. La théorie de la « faute séparable » ne devrait de ce fait s'appliquer qu'à l'égard des personnes extérieures à la société.

**816.** Néanmoins, dans un premier temps, la jurisprudence relative à la responsabilité des dirigeants en cas de diffusion d'informations erronées ne partageait pas cette analyse. Dans les affaires, où les actions sont intentées par les actionnaires, les juges recherchaient si une faute séparable a été commise par le dirigeant pour engager sa responsabilité civile.

Ainsi, la Cour d'appel de Paris<sup>1047</sup> a considéré que la responsabilité personnelle d'un dirigeant ne pouvait être retenue envers les actionnaires pour publication d'informations excessivement pessimistes « qu'à la condition que

---

<sup>1046</sup> **Barbière (J-F)**, note sous CA Versailles 17 janvier 2002, Op.cit. p. 516.

<sup>1047</sup> **Daigre (J-J)**, Note sous C.A. Paris, 25<sup>e</sup> ch. sect. B, 26 septembre 2003, Flammarion, Bull. Joly bourse 2004, p. 84 ; **Rontchevsky (N)**, RTD com. 2004, p. 132.

soit démontrée une faute séparable de ses fonctions de président-directeur général de la société Flammarion et qui lui serait imputable personnellement».

**817.** Mais, la position de la jurisprudence a récemment changé. Ainsi, dans son arrêt du 9 mars 2010<sup>1048</sup>, la Cour de cassation a exclu la nécessité de démontrer la commission par le dirigeant d'une faute détachable, en ces termes : « La mise en œuvre de la responsabilité des administrateurs et du directeur général à l'égard des actionnaires agissant en réparation du préjudice qu'ils ont personnellement subi n'est pas soumise à la condition que les fautes imputées à ces dirigeants soient intentionnelles, d'une particulière gravité et incompatibles avec l'exercice normal des fonctions sociales ».

**818.** Bien sûr, on ne peut qu'être d'accord avec cette nouvelle position de la Cour de cassation. Cette solution permet de rétablir une certaine cohérence de la jurisprudence française et elle lève l'un des nombreux obstacles aux actions contre les dirigeants. L'imputation de la responsabilité aux dirigeants pour communication de fausses informations ou pour d'autres infractions boursières est de ce fait facilitée.<sup>1049</sup>

Mais un autre obstacle ne manque pas de se dresser sur le chemin de l'actionnaire désirant obtenir réparation : il lui faudra établir l'existence d'un préjudice qui lui est personnel.

## ***2 - Le préjudice de l'actionnaire est délicat à établir***

**819.** La réparation du préjudice subi par l'actionnaire du fait d'une faute commise par des dirigeants sociaux est soumise à condition. Une

---

<sup>1048</sup> **Schiller (S)**, note sous Cass. Com., 9 mars 2010, n<sup>os</sup> 08-21547 et 08-21793, J.C.P éd. E 2010, 1483 ; **Rontchevsky (N)**, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2010 n<sup>o</sup> 4, p. 316 ; **Romani (A-M)**, L.P.A., 19 novembre 2010 n<sup>o</sup> 231, p. 9.

<sup>1049</sup> **Schiller (S)**, « L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée », L.P.A., 10 septembre 2010 n<sup>o</sup> 181, p. 4.

jurisprudence « exagérément stricte »<sup>1050</sup> exige, en France, la démonstration par l'actionnaire d'un préjudice personnel distinct de celui subi par la société.

Cette jurisprudence constante considère que l'action individuelle d'un actionnaire ne peut être accueillie lorsque le préjudice allégué, ne se distingue pas de celui qui atteint la société tout entière, dont il n'est que le corollaire.<sup>1051</sup>

**820.** Très tôt, cette jurisprudence a conduit quasiment à exclure les actionnaires de tout droit à réparation du préjudice individuel. Leur préjudice étant dans la plupart des cas, considéré comme le « corollaire » du préjudice social.

Cette exclusion, est certes justifiable par le fait qu'on ne peut envisager la réparation à la fois du préjudice subi par le groupement et celui que subit chacun de ses membres. La réparation de l'un exclurait logiquement celle de l'autre.

La jurisprudence a eu plusieurs fois l'occasion de rappeler ces règles au cours de ces dernières années, pour le préjudice résultant de la perte de valeur de l'action ou encore à la suite d'un coup d'accordéon rendu indispensable par la mauvaise gestion des dirigeants sociaux.<sup>1052</sup>

**821.** La raison de ce refus se rapporte au fait que la jurisprudence nie l'existence d'un préjudice individuel de l'actionnaire. Ce préjudice, qui n'apparaît pas comme étant un préjudice suffisamment personnel, ne serait que le corollaire de celui subi par la société. Le préjudice existe mais il est considéré comme étant le corollaire du préjudice de la société.

**822.** Pour se voir séparément indemnisé, le préjudice de l'actionnaire doit lui être propre et différer de celui subi par la société. Le fait que les intérêts de la

---

<sup>1050</sup> **Viandier (M), Cozian (A), Deboissy (F)**, « Droit des sociétés », 13<sup>ème</sup> Ed., Litec, 2000 p. 122, n° 365.

<sup>1051</sup> **Granotier (J)**, Note sous Cass. Civ. 3e, 22 septembre 2009, « L'action individuelle de l'associé en réparation de son préjudice personnel », L.P.A., 20 janvier 2010 n° 14, p. 8.

<sup>1052</sup> **Vatinet (R)**, Op.cit. p. 247.

société se voient concomitamment eux-mêmes atteints n'a pas d'effet sur la réparation du préjudice de l'actionnaire, dans ce cas de figure.

L'actionnaire lésé ne pourra engager une action individuelle aboutissant à l'indemnisation de son préjudice que s'il arrive à établir que son intérêt personnel diverge de celui de la société.

En théorie, cela fait que, bien que n'étant pas totalement fermée, la fenêtre de l'indemnisation est cependant restée entrouverte. La jurisprudence française n'admettant que rarement d'indemniser le préjudice propre de l'actionnaire.

Cela est dû au fait que les tribunaux, conçoivent la notion de préjudice individuel réparable de l'actionnaire de manière très étreiguée.

**823.** Pourtant, il est probable qu'une gestion peu diligente entraîne une diminution de la valeur des actions de la société. Mais d'une manière classique, les juridictions françaises aussi bien civiles<sup>1053</sup> que pénales<sup>1054</sup> considèrent que cette dévalorisation porte atteinte en premier lieu au patrimoine de la société<sup>1055</sup>. Le préjudice matériel que subit la société peut, de ce fait être facilement prouvé. Alors que l'actionnaire se voit, le plus souvent, dénier tout droit à l'indemnisation.

Cela fait qu'en pratique, les domaines où le préjudice personnel de l'actionnaire se trouve réparable sont peu nombreux.

Ces domaines où la réparation du préjudice individuel de l'actionnaire est admise correspondent aux cas où il n'y a aucun appauvrissement du patrimoine social. Il en est ainsi lorsque l'actionnaire est la victime d'un

---

<sup>1053</sup> **Barbière (J-F)**, Note sous Cass. Com., 1<sup>er</sup> avril 1997, Bull. Joly Sociétés, 1997, p. 650, § 248 ; **Guyénot (J)**, Note sous Cass. Com., 26 janvier 1970, D. 1970, p. 618 ; **Guyon (Y)**, JCP, 1970, II, n° 16385 ; **Houin (R)**, RTD com., 1970, p. 431.

<sup>1054</sup> En matière d'abus de biens sociaux : **Barbière (J-F)**, Note sous Cass. Crim., 13 décembre 2000, Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 498, § 125 ; **Bouloc (B)**, Rev. sociétés 2001, p. 394.

<sup>1055</sup> **Ledoux (P)**, **Arsouze (Ch)**, Op.cit. p. 399 §12.

détournement de ses fonds ou ses titres<sup>1056</sup> ou s'il fait l'objet de propos diffamatoires<sup>1057</sup>. Plus généralement, les seuls préjudices individuels indemnisables consistent dans le non-respect des droits individuels de l'associé. Il en est ainsi du droit de vote, du droit à l'information et du droit aux dividendes, car dans ces cas la société ne subit pas de préjudice. D'autres cas sont aussi admis : lorsque l'actionnaire n'est pas convoqué à une assemblée générale<sup>1058</sup>, s'il est dilué<sup>1059</sup> ou perd le contrôle de la société<sup>1060</sup>.... <sup>1061</sup>

**824.** Plus proche du domaine de notre étude, la diffusion d'une fausse information entraîne un préjudice pour la société cotée. Néanmoins, cette diffusion n'atteint pas le patrimoine social et elle ne cause pas une altération de l'actif net de la société<sup>1062</sup>. Les actionnaires trompés sur la réalité de la situation économique, patrimoniale et financière de la société subissent, quant à eux, un préjudice personnel.

La jurisprudence française admet, dès lors, l'indemnisation du préjudice de l'actionnaire dont la constitution de partie civile a, ainsi, été considérée recevable en matière de diffusion de fausses informations<sup>1063</sup>.

La chambre criminelle, dans son rapport pour 2002<sup>1064</sup>, précise qu'un actionnaire ne subit pas un préjudice personnel direct quand la dévaluation des titres découle de pertes affectant l'actif social et résultant d'une faute des

---

<sup>1056</sup> **Thaler**, Note sous Cass. Civ., 26 novembre 1912 : DP 1913, I, 377.

<sup>1057</sup> C.A. Montpellier, 31 mars 1966 : G.P. 1966, 1, p. 421.

<sup>1058</sup> **Petit (B) et Reinhard (Y)**, Note sous C.A. Paris, 15 décembre 1995 et 19 janvier 1996, RTD com. 1997, p. 282.

<sup>1059</sup> **Messaï-Bahri (S)**, Note sous Cass. Com., 28 juin 2005, S.A. Total Fina Elf et autres c/ ST2 KPMG et autres, n° 03-13112 : Bull. Joly Sociétés, 2006, p. 80, § 12, qui y voit un « changement de cap ».

<sup>1060</sup> **Daigre (J-J)**, Note sous Cass. Com., 18 février 1997 : Bull. Joly sociétés 1997, p. 408 ; **Hallouin (J-C)**, D. 1998, somm. p. 181 ; **Bonneau (Th)**, Dr. Soc. 1997, n° 75.

<sup>1061</sup> **Schiller (S)**, « L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée », Op.cit. p.4 §12.

<sup>1062</sup> V. sur ce point : **Schmidt (D)**, « De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés «cotées» in bonis », Études de droit privé offertes à Paul Didier, Economica, 2008, p. 385.

<sup>1063</sup> **Barbiéri (J-F)**, note sous Cass. Crim., 30 janvier 2002, Bull. Joly sociétés 2002, p. 797, § 179 ; **Lucas (F-X)**, Dr. Soc. 2002, comm. n° 197.

<sup>1064</sup> Rapport de la Cour de cassation, 2002, p. 540.

dirigeants sociaux. Le préjudice allégué par l'actionnaire est alors considéré comme le corollaire de celui qui aurait été subi par la société elle-même et n'est, de ce fait, pas réparable.

Par contre, le préjudice personnel direct de l'actionnaire est établi quand celui-ci est victime d'une atténuation de la valeur de ses titres causée par de fausses informations diffusées par les dirigeants. Cette position est justifiée par le fait que l'information financière est une obligation à la charge de la société au profit de ses actionnaires. Le préjudice découlant d'une défaillance d'information serait alors forcément direct et personnel.

**825.** Ces précisions sont confortées par un arrêt de la Cour de cassation française. Dans cette décision, la Haute juridiction considère le préjudice direct et personnel subi par les actionnaires d'une société, dont les dirigeants se sont rendus coupables de diffusion d'informations trompeuses et de présentation de comptes inexacts, en acquérant ou en conservant un titre aux perspectives prometteuses surévaluées, est distinct de celui subi par la société elle-même.

Ce préjudice ne se confond pas avec le montant des pertes subies lors de la revente des titres, en raison du risque et de l'aléa propre à tout investissement boursier<sup>1065</sup>.

La jurisprudence permet donc à l'actionnaire d'obtenir réparation de son préjudice qualifié de personnel s'il est victime de la communication d'informations trompeuses<sup>1066</sup>.

**826.** Quant au délit d'initié, malgré les doutes exprimés par une partie de la doctrine<sup>1067</sup>, la Cour de cassation française a, dans un arrêt du 11 décembre

---

<sup>1065</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris 9<sup>e</sup> ch. sect. B, 17 octobre 2008, n° 06/09036, Sidel, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2009 n° 1, p. 28

<sup>1066</sup> **Schiller (S)**, « L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée », Op.cit. p. 4 §12.

2002<sup>1068</sup>, édicté le principe suivant : « qu'à le supposer établi le délit d'initié est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires », admettant ainsi la recevabilité de la constitution de partie civile d'un actionnaire<sup>1069</sup>.

**827.** L'action individuelle de l'actionnaire est donc reçue dans certaines hypothèses limitées relevant des infractions boursières.

Il reste que la majorité des dommages atteignant les actionnaires sont considérés comme étant le corollaire du préjudice social et ne sont de ce fait pas réparables au moyen de l'action individuelle.

**828.** La rigueur de la solution retenue par la jurisprudence française ne peut qu'être critiquable. Notamment en matière boursière car il est évident que lorsqu'il s'agit de sociétés cotées, la baisse du cours des titres si elle porte préjudice à la société elle-même, est avant tout préjudiciable aux actionnaires. De même, cette jurisprudence va à l'encontre des principes de gouvernance d'entreprise puisqu'elle procure au dirigeant un « écran social » derrière lequel se cacher.

**829.** Surtout, cette position jurisprudentielle est injuste envers l'actionnaire qui a cédé ses titres, (à l'occasion d'une communication d'informations fausses ou trompeuses présentant la société sous un mauvais jour par exemple). Celui-ci, ne peut plus exercer l'action sociale ut-singuli et même si cette action était intentée par d'autres actionnaires, la réparation du préjudice subi par la société et la reconstitution du patrimoine de celle-ci, qui pourrait, en résulter

---

<sup>1067</sup> **Hovasse (H)**, Dr. Soc., septembre 1992, comm. n° 189 ; **de Vauplane (H) et Simart (O)**, « Délits boursiers : propositions de réforme. Pour une répartition des compétences répressives selon le caractère économique ou moral de l'infraction », Rev. Droit bancaire et bourse, mai-juin 1997, n° 61, p. 85. Pour une position contraire V. **Defains (B) et Stasiak (F)**, « Les préjudices résultant des infractions boursières : approches juridique et économique », in « Le droit au défi de l'économie », sous la direction de **Chaput (Y)**, Publications de la Sorbonne 2002, pp. 177 et s.

<sup>1068</sup> **Robert (J-H)**, Note sous Cass. Crim., 11 décembre 2002, Dr. pénal 2003, comm. n° 35 ; **Stasiak (F)**, Bull. Joly Bourse 2003, p. 149.

<sup>1069</sup> **Stasiak (F)**, « Le délit d'initié mis en scène », L.P.A., 18 juin 2008 n° 122, p. 40.

ne lui profiterait pas et ne permettrait pas de réparer le préjudice qu'il a subi<sup>1070</sup>.

**830.** Cependant, un arrêt de la Cour de cassation française du 28 juin 2005, a semblé opérer un fléchissement de cette jurisprudence.

Dans cette décision, la haute juridiction a considéré que la surévaluation des apports faits par un associé, qui se traduit par une majoration infondée de sa participation au capital social, cause aux autres associés un préjudice qui n'est pas le corollaire de celui que subit la société.

De ce fait, elle a cassé pour violation de la loi la décision de la Cour d'appel qui a déclaré irrecevables les actions civiles formées par les actionnaires au motif que leur préjudice, découlant de la dépréciation des actions due à la surévaluation litigieuse, n'était qu'un effet de l'amointrissement de l'actif social<sup>1071</sup>.

**831.** Cet arrêt semble aller dans le bon sens car faciliter l'exercice de l'action individuelle serait approprié. Celle-ci, ayant pour objet d'indemniser directement le préjudice personnel de l'actionnaire, est celle que les actionnaires ont le plus intérêt à exercer. De ce fait en encourageant ce genre d'action, une meilleure responsabilisation des dirigeants sociaux est susceptible de s'opérer<sup>1072</sup>.

En rendant exagérément difficile l'exercice de ce genre d'action, en ne reconnaissant que très peu d'hypothèses dans lesquelles existe un préjudice personnel distinct du préjudice social. Cette jurisprudence, non seulement se révèle à la limite de l'injustice envers ces actionnaires qui se voient dénier tout droit à indemnisation mais aussi est de nature à déresponsabiliser civilement

---

<sup>1070</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, Op.cit. p. 399.

<sup>1071</sup> **Messaï-Bahri (S)**, Note sous Cass. Com., 28 juin 2005, S.A. Total Fina Elf et autres c/ ST2 KPMG et autres, n° 03-13112 : Bull. Joly Sociétés, 2006, p. 80 § 12.

<sup>1072</sup> **Descorps Declère (F)**, « Pour une réhabilitation de la responsabilité civile des dirigeants sociaux », Op.cit. p. 25

les dirigeants sociaux. Avec pour effet pervers d'encourager le recours aux juridictions pénales pour les investisseurs lésés.

**832.** Dans ce dessein et afin de conférer une base juridique spécifique à l'action individuelle, un auteur<sup>1073</sup> propose une modification, de l'article L. 225-251 du Code de commerce en disposant qu'en plus d'être responsables individuellement ou solidairement envers la société ou envers les tiers, les administrateurs et le directeur général le sont de même envers les actionnaires. De même, dans le but de combattre la stricte interprétation de la notion de préjudice individuel réparable, une piste apparaît intéressante. C'est celle proposée lors du débat affairant au projet de la loi sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003. Un débat au cours duquel nombre de parlementaires avaient mis en évidence l'impact de l'analyse restrictive du préjudice individuel réparable par la jurisprudence, sur la situation des actionnaires qui se voient nier tout droit à réparation. Un amendement, modifiant l'article L. 225-252 du Code de commerce et visant à réaffirmer plus précisément dans la législation l'éventualité d'un préjudice personnel à côté du préjudice social, a été proposé. Cet article devait alors être rédigé de la sorte : « outre l'action en réparation du préjudice propre subi personnellement, distinct du préjudice social, les actionnaires peuvent... (suite inchangée) ». Malheureusement, cette modification qui aurait apporté une solution claire et souhaitable, n'a pas été retenue par le Sénat et a été supprimée du projet de loi.

**833.** La difficulté pour les actionnaires d'obtenir réparation de leur préjudice individuel distinct n'est pas conforme aux exigences de bonne gouvernance. En effet, une bonne gouvernance exige une responsabilisation des dirigeants sociaux. Leur aménager une autre zone d'impunité apparaît comme inadmissible, rien ne pouvant la justifier<sup>1074</sup>. Car la fonction première de la responsabilité civile des dirigeants sociaux est dissuasive et ce contrairement

---

<sup>1073</sup> **Navarro (J-L)**, « Suggestions pour une amélioration des régimes de responsabilité civile des dirigeants sociaux », Op.cit. p. 39 §17 et 18.

<sup>1074</sup> Ibid.

à la responsabilité civile des sociétés cotées en bourse qui a pour principal utilité l'indemnisation des victimes des infractions boursières.

## CHAPITRE II

### RESPONSABILITE DES SOCIETES COTEES : UNE NECESSAIRE AMELIORATION

**834.** Si une meilleure responsabilisation civile des dirigeants s'avère nécessaire et souhaitable dans le cadre de la poussée vers une meilleure gouvernance des sociétés cotées en bourse. Le constat n'est pas le même lorsqu'il s'agit d'évoquer la responsabilité civile des sociétés cotées.

Si elle peut permettre d'indemniser les victimes d'infractions boursières grâce à sa surface financière (**Section préliminaire**), la responsabilité civile des sociétés cotées a des effets néfastes sur la société et par conséquent sur ses salariés et actionnaires. Un équilibre doit par conséquent être trouvé entre la nécessaire indemnisation des victimes des infractions boursières et la primordiale préservation de la santé financière de ces sociétés.

L'étude de la responsabilité civile des sociétés cotées en bourse indique que celle-ci est la plupart du temps délictuelle (**Section 2**). Il n'existe que quelques hypothèses où la responsabilité des sociétés cotées en bourse peut avoir un fondement contractuel (**Section 1**).

## SECTION PRELIMINAIRE

### L'INDEMNISATION DES VICTIMES DES INFRACTIONS BOURSIERES

**835.** La mondialisation et la globalisation des marchés financiers font que la concurrence entre les différentes places financières se fait impitoyable. Cette lutte acharnée pour conquérir les investisseurs ne laisse que peu de choix aux Etats: assurer une meilleure protection des intérêts des investisseurs ou les voir partir sous d'autres cieux.

Car à défaut de disposer des armes nécessaires à la défense de leurs intérêts sur le marché tunisien, bon nombre d'investisseurs pourraient être conduits à pratiquer le « forum shopping », en reportant leur investissement sur des marchés étrangers leur garantissant une meilleure protection.

Il s'agit d'un risque qui ne doit pas être pris à la légère, surtout pour un marché émergent où les émetteurs n'offrent pas toujours toutes les garanties de transparence exigées par les investisseurs.

**836.** Bien que nécessaire, la répression qu'elle soit pénale ou administrative ne peut à elle seule assurer des marchés financiers au climat juste et sain. La mise en place de sanctions répressives ne peut à elle seule rassurer des investisseurs en quête d'un autre type de sécurité et de protection.

En effet, les sanctions répressives n'ont pas pour objet de réparer le préjudice subi par les investisseurs. En outre, malgré des sanctions, sans cesse revues dans le sens d'une sévérité croissante par les législateurs, les marchés financiers sont toujours aussi opaques et l'exigence de transparence n'est pas satisfaite. D'ailleurs, en France, malgré le prononcé de plus en plus fréquent de sanctions administratives et qui sont relatives dans 60% des cas à des manquements à la bonne information du marché, la frustration des victimes s'est aggravée car elles n'ont pas été dédommagées. Ces sanctions

administratives ont renforcé la transparence et multiplié les observations publiques en cas de mauvaise information des épargnants. Ceux-ci savent donc par qui et dans quelle proportion ils ont été lésés avec la plus grande précision, mais jusqu'à ce jour, ils n'ont aucun moyen d'agir efficacement<sup>1075</sup>.

**837.** Malgré ce constat, la question de l'indemnisation des victimes d'infractions boursières est restée relativement peu étudiée en France alors qu'en Tunisie aucune étude n'y est consacrée. D'ailleurs, cette question est souvent considérée comme incongrue en droit français. Pour certains auteurs, il n'y aurait pas de « victimes » d'infractions à la législation et à la réglementation boursière. Du moins ne pourraient-elles pas être identifiées<sup>1076</sup>. Pour eux, « Comme toutes les infractions qui portent atteinte à la morale publique, les délits boursiers ont la particularité de ne pas concerner une ou des victimes déterminées, en général parties civiles. Si les auteurs du délit sont identifiables, la victime ne l'est pas, ou plus exactement elle l'est dans sa composante la plus large, puisqu'il s'agit de la masse des investisseurs »<sup>1077</sup>.

**838.** C'est dans ce contexte défavorable aux investisseurs que doit être comprise l'importance de la responsabilité civile des sociétés cotées en bourse. Cette responsabilité n'a pas une fonction dissuasive mais a pour objet de permettre aux victimes des infractions boursières d'obtenir réparation de leur préjudice. Cette responsabilité demeure souvent le seul recours des investisseurs lésés pour qui toute procédure qu'elle soit devant les juridictions civile ou pénale se révèle semée d'embûches.

Mais là aussi, la responsabilité civile des sociétés cotées en bourse est rarement mise en cause pour des délits boursiers car l'actionnaire lésé devra relever bon nombre de défis s'il souhaite obtenir réparation. Et ce que le fondement choisi pour intenter son action soit la responsabilité contractuelle ou celle délictuelle.

---

<sup>1075</sup> **Robert (M-C)**, « La réparation civile des infractions financières », in « La criminalité d'argent », Actes du colloque tenu à la première chambre de la Cour d'appel de Paris, le 14 novembre 2003, LGDJ, 2005.

<sup>1076</sup> **Ledoux (P)**, **Arsouze (Ch)**, Op.cit. p. 399 §1.

<sup>1077</sup> **de Vauplane (H)** et **Bornet (J-P)**, « Droit des marchés financiers », Litec, 3<sup>e</sup> Ed. 2001, p. 902.

## SECTION I

### LE CONTRAT :

#### FONDEMENT INADAPTE A LA RESPONSABILITE DES SOCIETES COTEES EN BOURSE

**839.** Les dirigeants sociaux n'ont pas de liens contractuels avec des tiers à la société. Ceux-ci ne sont que les mandataires de la société qu'ils gèrent. C'est donc la société qui est la seule à être liée contractuellement avec les tiers. Par conséquent, en cas de mauvaise exécution du contrat, ces tiers ne peuvent qu'intenter une action à l'encontre de la société. Sauf si la société n'est pas engagée lorsque pour une raison quelconque les mécanismes de la représentation n'ont pas joué.

D'ailleurs, la responsabilité personnelle des dirigeants demeure exceptionnelle. Car les présumées victimes préfèrent mettre en cause directement la société, celle-ci étant réputée plus solvable<sup>1078</sup>.

**840.** La société cotée en bourse est un véritable nœud de contrats<sup>1079</sup>. En effet, la nature des relations liant les sociétés cotées à leurs actionnaires est souvent de nature contractuelle. Ainsi, lors de l'introduction de la société en bourse, un contrat de souscription est conclu entre la société cotée et les néo actionnaires.

De même, les statuts de la société lient les actionnaires à leur société. La méconnaissance de ses dispositions peut ainsi amener la société à réparer le préjudice subi par d'éventuels investisseurs.

Le contrat constitue-t-il pour autant une base adaptée pour engager une action en responsabilité (**Paragraphe 1**) ? De même, qu'en est-il de l'annulation pour vices du consentement des transactions boursières (**Paragraphe 2**).

---

<sup>1078</sup> **Le Bars (B)**, Op.cit. §54 et 55.

<sup>1079</sup> **Couret (A)**, « Le gouvernement d'entreprise », La corporate governance », D. 1995 p. 243.

## **Paragraphe 1- Le contrat : base inadaptée pour obtenir réparation**

**841.** A partir du moment où les conditions sont réunies, mettre en jeu la responsabilité contractuelle de la société cotée peut s'avérer plus direct que d'invoquer la responsabilité délictuelle. Là où il faudra démontrer l'existence d'une faute en cas de mise en jeu de la responsabilité délictuelle de la société. Il suffira en cas de mise en œuvre de la responsabilité contractuelle de constater l'inexécution d'une obligation stipulée au contrat<sup>1080</sup>.

**842.** La mise en œuvre de la responsabilité contractuelle exige l'existence d'un contrat, l'inexécution d'une obligation stipulée par le contrat et la survenance d'un dommage entre les co-contractants résultant de cette inexécution. Cette inexécution donne lieu soit à une exécution en nature ou à défaut, à des dommages et intérêts si l'inexécution cause un préjudice.

On pourrait alors se demander si les différentes conditions sont vérifiées dans le domaine boursier ?

Il faut alors s'interroger si les statuts des sociétés cotées ne contiennent pas des dispositions qui seraient de nature à engager sa responsabilité envers les actionnaires ?

**843.** A vrai dire, il ressort de l'examen d'un échantillon de statuts de sociétés cotées à la bourse de Tunis<sup>1081</sup> qu'ils ne contiennent pas de stipulations particulières relatives à des engagements concernant l'information financière.

Les statuts ne sont donc pas en mesure de fournir un support particulier qui puisse permettre de mettre en jeu la responsabilité de la société.

La même constatation est valable pour les sociétés cotées à la Bourse de Paris<sup>1082</sup>.

---

<sup>1080</sup> **Letrégueilly (H)**, « La responsabilité des émetteurs en matière d'information financière », Rev. droit bancaire et financier, n°6 novembre /décembre 2004 p. 449.

<sup>1081</sup> Ont été analysés les statuts des émetteurs suivants : Banque attijari de Tunisie, Tunisie Leasing et Ennakl automobiles.

**844.** D'autre part, on peut se demander si les prospectus visés par l'Autorité des marchés financiers en France et par le Conseil du marché financier en Tunisie sont susceptibles de contenir des dispositions à même de fonder une action en responsabilité contractuelle ?

Ce prospectus a-t-il une nature contractuelle ? Est-il en conséquence susceptible d'engager la responsabilité contractuelle de la société émettrice en cas de manquement à ses dispositions ?

Sur ce point, on peut aisément constater que le prospectus contient plusieurs obligations qui sont mises à la charge de la société cotée en bourse. Ainsi, les informations contenues doivent être conformes à la réalité, complètes et ne pas comporter d'omission, l'information donnée au public doit être exacte, précise et sincère.<sup>1083</sup> Le prospectus doit comprendre toutes les informations nécessaires au public pour fonder son jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les performances, l'évolution de la situation financière et les perspectives de l'émetteur, ainsi que sur les droits attachés aux titres.

Le prospectus doit être signé par la personne habilitée à engager la société ainsi que par l'ensemble de personnes ayant émis une opinion ou ayant attesté des informations contenues dans le prospectus<sup>1084</sup>.

**845.** Cela veut-il dire que les obligations contenues par le prospectus ont une dimension contractuelle ?

La réponse à cette question ne peut être que nuancée. En effet, l'établissement du prospectus correspond à une obligation légale. Son contenu est d'ailleurs, soigneusement précisé par la loi.

C'est ce qui a fait penser à certains auteurs qu'on pouvait difficilement donner une nature contractuelle au prospectus d'émission.<sup>1085</sup>

---

<sup>1082</sup> **Letrégueilly (H)**, Op.cit. p. 449.

<sup>1083</sup> **Letrégueilly (H)**, Op.cit. p. 450.

<sup>1084</sup> Article 7 du règlement du Conseil du Marché Financier relatif à l'appel public à l'épargne.

<sup>1085</sup> **Letrégueilly (H)**, Op.cit. p. 450.

Pourtant, il semble que ce document pourrait constituer un support contractuel qui correspondrait à une déclaration unilatérale de volonté au sens de l'article 22 du code des obligations et des contrats<sup>1086</sup>. Les engagements pris dans les obligations unilatérales sont obligatoires dès qu'ils parviennent à la connaissance de la partie envers laquelle ils sont pris.

**846.** De fausses informations contenues dans ce prospectus d'émission seraient, à notre sens, en mesure d'engager la responsabilité contractuelle de l'émetteur.

Ainsi, la personne qui aurait fondé sa décision d'achat de valeurs mobilières sur des informations erronées contenues dans le prospectus pourrait demander réparation du préjudice qu'elle aurait subi en raison de l'inexécution par la société cotée en bourse des engagements pris en vertu dudit prospectus.

**847.** Dans ce cas de figure, une question reste en suspens : si la responsabilité liée à l'information diffusée par le biais du prospectus est de nature contractuelle, bénéficierait-elle uniquement au premier souscripteur et non pas aux sous acquéreurs de titres sur le marché<sup>1087</sup>?

Sur ce point, il semble que les engagements contenus dans le prospectus d'émission ne sont destinées qu'aux souscripteurs des actions émises par la société. Par conséquent, la mise en cause de la responsabilité contractuelle en cas d'inexécution des engagements pris dans ce prospectus ne bénéficierait qu'au premier souscripteur.

**848.** Le problème se pose aussi pour ce qui est des informations financières publiées par la société cotée en bourse. En effet, celle-ci est amenée à publier plusieurs communiqués par exemple lors d'une augmentation ou d'une réduction de capital, pour apporter certaines précisions quant à certains

---

<sup>1086</sup> Article 22 du code des obligations et des contrats : « dans les obligations unilatérales, les engagements sont obligatoires dès qu'ils sont parvenus à la connaissance de la partie envers laquelle ils sont pris ».

<sup>1087</sup> **Letréguilly (H)**, Op.cit. p. 450.

événements de la vie sociale<sup>1088</sup>, d'autres engagements peuvent porter sur l'obtention de résultats, de gain de parts de marché, ou de conclusion de contrats, ou de ne pas céder de titres ou d'augmenter le capital.

**849.** Quelle est donc la valeur de ces engagements qui peuvent être pris dans des termes comparables à ceux qui figurent dans des contrats<sup>1089</sup> ?

Peuvent-ils être considérés comme un engagement unilatéral ?

La réponse à cette question devrait dépendre du contenu de la communication financière concernée. En effet, les communications financières contiennent des engagements plus ou moins fermes. Il peut s'agir de simples prévisions comme il est possible qu'elle contiennent de véritables engagements.

Ainsi, la possibilité d'engager la responsabilité contractuelle de la société cotée devrait dépendre de la teneur de la communication financière : si celle-ci contient des engagements fermes, cette responsabilité pourrait être retenue. Au contraire, si cette communication ne contient que des prévisions la responsabilité contractuelle de la société ne devrait pas pouvoir être engagée.

**850.** Au total, de rares hypothèses permettent aux victimes d'infractions boursières d'invoquer un lien contractuel avec la société cotée en bourse auteur de l'infraction boursière qui leur cause un préjudice. En effet, l'investisseur qui cherche à voir son préjudice réparé est, très souvent, dans la situation d'un tiers à l'égard de la société émettrice. Qu'il ait acheté ses titres à un prix trop élevé, car ne prenant pas en compte des informations négatives qui ont été ultérieurement révélées au public ou intégrant des informations trop optimistes véhiculées par les dirigeants de la société. Ou qu'il ait vendu ses titres à un prix trop faible car il n'intègre pas des informations positives portées à la connaissance du public ensuite ou prenant en compte des informations

---

<sup>1088</sup> V. par exemple le communiqué Sotuver expliquant l'arrêt de son four de fusion, disponible sur le site du CMF.

[http://www.cmf.org.tn/pdf/informations\\_ste/communiqu\\_e\\_ste/comste\\_300310\\_SOTUVER.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/informations_ste/communiqu_e_ste/comste_300310_SOTUVER.pdf)

<sup>1089</sup> **Letréguilly (H)**, Op.cit. p. 450.

trop pessimistes. Dans les deux hypothèses, il n'était pas actionnaire de la société au moment du fait générateur du dommage subi<sup>1090</sup>.

Il reste que l'investisseur lésé pourra demander l'annulation de la transaction en invoquant un vice du consentement.

## **Paragraphe 2- L'annulation pour vices du consentement**

**851.** Lorsqu'il prend la décision d'investir dans une société cotée en bourse, l'investisseur se fonde sur les informations publiées par ladite société pour se faire une idée de sa santé financière et ainsi de l'opportunité de fructifier son argent dans la société.

Il serait intéressant donc de se demander si un investisseur pourrait demander l'annulation de sa décision d'investir dans une société cotée en bourse en invoquant un vice du consentement dans la mesure où sa décision d'investir est basée sur une information erronée.

**852.** Est-il possible donc dans ce cas de figure de demander l'annulation de la vente d'actions en invoquant l'erreur ou le dol ?

Tout d'abord, il est à noter que les cessions d'actions, même lorsqu'elles ont pour effet de transmettre le contrôle d'une société, ne nécessitent pas l'accomplissement de formalités particulières comme celles prévues, en cas de cession de fonds de commerce<sup>1091</sup>. Le consentement de l'acquéreur n'y est donc pas spécialement protégé<sup>1092</sup>.

En l'absence de dispositions législatives ou réglementaires spécifiques à la nullité des achats ou souscriptions d'actions, on est fondé à se référer au droit commun des obligations.

---

<sup>1090</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, Op.cit. p 399.

<sup>1091</sup> **Guyon (Y)**, « Droit des affaires », Economica, 12<sup>ème</sup> édition, 2003, n° 704 et 711 ; **Pailusseau (J), Caussain (J-J), Lazarski (H) et Peyramaure (Ph)**, « La cession d'entreprise », 2<sup>ème</sup> Ed., Coll. Réussir en affaires, Paris, Dalloz n° 633.

<sup>1092</sup> **Guyon (Y)**, Note sous C.A. Paris 23 mai, 31 mai et 8 juin 1990, « Nécessité d'un dol principal et déterminant pour annuler une cession de parts sociales », Rev. des sociétés 1990 p. 409

L'article 43 du COC dispose qu'un consentement est annulable dès lors qu'il est « donné par erreur, surpris par dol ou extorqué par violence ».

Sur la base de l'article sus-cité, un actionnaire déçu pourrait donc demander l'annulation de son consentement sur la base de l'erreur (**A**) ou du dol (**B**).

#### **A- L'erreur cause improbable d'annulation**

**853.** Concernant l'erreur, l'article 45 du code des obligations et des contrats dispose que « l'erreur de fait peut donner ouverture à la rescision lorsqu'elle tombe sur l'identité ou sur l'espèce, ou bien sur la qualité de l'objet qui a été la cause déterminante du consentement ».

Les termes utilisés par le législateur sont clairs : l'erreur ne peut être une cause de rescision que si elle porte sur la qualité de l'objet, c'est-à-dire sur la qualité des titres cédés. Il n'y a pas d'ambiguïté sur le fait que le législateur vise par les termes « la qualité de l'objet » la qualité substantielle, c'est-à-dire « une qualité qui attribue à l'objet son caractère propre et naturel, c'est-à-dire une qualité essentielle capitale et déterminante de l'engagement et sans laquelle le contrat n'aura pas été conclu »<sup>1093</sup>.

**854.** L'erreur doit porter sur la cause essentielle qui a amené la personne à contracter. C'est d'ailleurs ce que soutient la cour de cassation tunisienne dans son arrêt n°2078 daté du 17 avril 1980<sup>1094</sup> puisqu'elle estime que le « contrat fondé sur une erreur ou ignorance du contractant sur ce qui lui revient de droit est susceptible d'être annulé s'il appert des circonstances de l'espèce que cette erreur ou cette ignorance est la cause essentielle qui a amené la partie à contracter ».

---

<sup>1093</sup> **Rezgui (S)**, « Vice du consentement ou vice caché dans les cessions des droits sociaux », RTD 1994 p. 120.

<sup>1094</sup> Arrêt disponible sur le site [www.e-justice.tn](http://www.e-justice.tn)

**855.** Dans un autre arrêt n°11251 daté du 22 avril 1985<sup>1095</sup>, la Cour de cassation tunisienne estime que « Parmi les éléments nécessaires à la formation du contrat, il faut que l'objet du contrat soit connu par les contractants de façon à annihiler toute ignorance relevant tant à sa substance qu'à ses qualités essentielles. De même, il est incontestable que l'erreur entachant l'objet du contrat est considéré comme relevant de l'erreur inhibitrice qui ne vicie pas seulement le consentement mais le rend inexistant ».

La jurisprudence tant en Tunisie qu'en France rappelle donc, assidument, que l'erreur ne peut être une cause d'annulation du contrat que si elle porte sur les qualités substantielles de la chose vendue<sup>1096</sup>.

**856.** Mais qu'est que la substance de la chose vendue ? La doctrine française dans son interprétation de l'article 1110 du Code civil, entend par substance de la chose vendue la qualité de la chose qui a déterminé la décision de l'acheteur à la connaissance du vendeur. C'est à l'acheteur de prouver quelle qualité de la chose l'a décidé à acheter. Puisqu'il s'agit d'une question de fait, le recours à de simples présomptions, peut-être de secours à l'acheteur. La preuve est fréquemment établie en démontrant qu'en général les acheteurs sont attentifs à telle qualité et en laissant entendre qu'il a lui-même agi comme tout le monde, le vendeur conservant le droit de rapporter la preuve du contraire<sup>1097</sup>.

---

<sup>1095</sup> Arrêt est disponible sur le site [www.e-justice.tn](http://www.e-justice.tn)

<sup>1096</sup> Article 1110 alinéa 1 du code civil : « L'erreur n'est une cause de nullité de la convention que lorsqu'elle tombe sur la substance même de la chose qui en est l'objet. Elle n'est point une cause de nullité lorsqu'elle ne tombe que sur la personne avec laquelle on a intention de contracter, à moins que la considération de cette personne ne soit la cause principale de la convention. »

Article 1109 du code civil : « Il n'y a point de consentement valable si le consentement n'a été donné que par erreur ou s'il a été extorqué par violence ou surpris par dol. »

<sup>1097</sup> **Didier (P)**, « Cession d'actions et erreur sur les qualités substantielles », Note sous Cass. Com., 1<sup>er</sup> octobre 1991, SNC Quille c/ Cts Gasquet, Rev. des sociétés 1992 p. 497

**857.** Peut-on alors considérer que l'actionnaire malheureux qui verrait la valeur de ses actions dégringoler en bourse pourrait demander l'annulation de sa souscription sur la base de l'erreur sur la valeur de ses actions ?

Pour répondre à cette question, il convient de se poser les questions suivantes :

**858.** La valeur de l'action est-elle une de ses qualités essentielles, est-elle la substance du contrat ?

Il est assez peu probable que la valeur de l'action soit considérée comme étant une qualité essentielle de l'action cédée. La valeur de cette action étant par définition aléatoire.

D'ailleurs, en France, les tribunaux semblent avoir une vision très restrictive des conditions d'annulation des souscriptions pour cause de vices du consentement.

En effet, la Cour d'appel de Paris dans une décision Eurotunnel du 21 septembre 1998, a rejeté la demande en annulation de souscription d'actions. Les magistrats parisiens ayant estimé que dès lors qu'il est établi que la note d'information destinée au public concernant une opération d'augmentation de capital ne promettait ni garantie de dividendes, ni assurance de plus-value en cas de cession du titre, qu'elle était fondée sur des hypothèses pouvant se révéler incorrectes, que la décision d'acquérir des actions comportait, indépendamment de l'aléa inhérent à tout investissement en valeurs mobilières de cette nature, une part de risque accrue liée aux caractéristiques de l'entreprise que l'appelant n'a pas pu ignorer, puisque la note d'information contenait un avertissement au souscripteur, l'appelant, qui ne rapporte la preuve d'aucune manœuvre dolosive, n'est pas davantage fondé à soutenir

que son consentement a été vicié par l'effet d'une erreur sur les qualités substantielles des actions souscrites<sup>1098</sup>.

**859.** L'affaire Eurotunnel offre une illustration fort intéressante de la position de la jurisprudence française. En l'espèce, le plaignant avait acheté en 1987 des actions au prix de 36 F, il se retrouve propriétaire de titres qui ne valent plus que 7 F, alors même que le document qui lui avait été remis promettait une valeur élevée de marché en 1995. Bien sûr, ce document contenait quelques formules de précaution : toutefois, celles que retient la cour sont l'expression d'un langage technocratique qui n'est guère de nature à instruire l'investisseur. Le discours passablement compliqué qui suit est largement édifiant : « Les extraits de ces prévisions, qui incorporent un pourcentage annuel d'inflation, et retiennent comme hypothèse un prix d'émission de FRF 35 par unité doivent être appréciés dans le contexte précisé dans la note d'information et sur la base des hypothèses retenues pour leur élaboration »<sup>1099</sup>.

**860.** Mais là encore, la cour estime que le demandeur n'était pas fondé à soutenir que son consentement a été vicié par l'effet d'une erreur sur les qualités substantielles des actions. Il est vrai que sur ce point la position de la Cour d'appel est défendable car il est difficile de soutenir que la valeur d'un titre spéculatif puisse constituer une qualité substantielle.

Il apparait de ce fait que l'annulation pour erreur est particulièrement difficile à obtenir. La valeur de la chose n'est pas considérée comme une qualité substantielle, et la perte de valeur d'un titre causée par une information inexacte ne peut donner lieu à l'annulation de l'acquisition ou de la souscription du titre sur le fondement de l'erreur<sup>1100</sup>.

---

<sup>1098</sup> **Couret (A)**, Note sous C.A. Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. A, 21 septembre 1998, n° 1997/19036, Vincent c/ SA Eurotunnel, « Jumelage d'actions et difficultés liées à des informations non confirmées par l'évolution des faits », Bull. Joly Sociétés, 01 janvier 1999 n° 1, p. 82.

<sup>1099</sup> **Couret (A)**, Op.cit. n°2.

<sup>1100</sup> **Letrégueilly (H)**, Op.cit. p. 451.

**861.** De manière générale, l'erreur sur la valeur ne peut être prise en compte, et plus particulièrement sur le marché boursier. L'erreur sur la valeur renvoie en effet à l'idée de lésion qui ne saurait être retenue en ces matières. L'aléa boursier nous paraît chasser par ailleurs l'erreur<sup>1101</sup>.

Néanmoins, un arrêt de la Cour de cassation tunisienne paraît ouvrir la porte à une annulation de la cession ou tout du moins à une révision du prix de la cession pour cause d'erreur sur la valeur des titres acquis.

**862.** Dans son arrêt n°6149 daté du 7 mars 2005, la Haute juridiction considère que l'évaluation du prix des actions doit se faire sur la base de données justes et transparentes afin que le prix corresponde à l'objet cédé<sup>1102</sup>.

En l'espèce, au courant de l'année 1997, la société « Al bouniane » a décidé de céder un bloc d'actions qu'elle détenait dans le capital de la société « Agricultor » à la société « Afrique autos » au prix de huit millions cinq cents milles dinars. Ce prix a été proposé par la société acheteuse après une évaluation basée sur les dispositions d'un cahier des charges relatif à cette cession.

Ne s'étant pas acquittée d'une tranche du prix de vente de ce bloc d'actions évaluée à trois millions cinq cents milles dinars<sup>1103</sup>, la société Afrique Autos a été assignée par la société « Al bouniane » devant la chambre commerciale du tribunal de première instance de Tunis. Les juges tunisois ont statué dans leur décision n°10324 en date du 30 novembre 2002 en faveur de plaignante.

La société Afrique Autos a alors fait appel de cette décision arguant notamment que la cession n'a pas été transparente car les documents officiels n'ont pas fait mention de dettes cachées qui n'ont pas été signalées dans le cahier des charges. La société acheteuse a principalement fait valoir qu'elle a

---

<sup>1101</sup> Cass. Com., 16 décembre 1970, Bull. civ. IV, n° 346, cité par **Couret (A)**, Op.cit. n°2.

<sup>1102</sup> "إن تقدير قيمة الأسهم ينبغي أن يقام على معطيات صحيحة وشفافة لجعل الثمن معادلاً للمثمن"

Cass. Civ. n°6149 daté du 7 mars 2005, disponible sur [www.e-justice.tn](http://www.e-justice.tn)

<sup>1103</sup> Cette somme ayant fait l'objet de l'établissement de lettres de change les attestant.

découvert deux bilans contradictoires relatifs à l'année 1996. Un bilan conforme au cahier des charges, lors de l'acquisition des actions. Et un autre, contenant des dettes considérables à l'égard de deux banques de la place.

**863.** La Cour d'appel de Tunis a conforté le tribunal de première instance et a considéré dans son arrêt n°3612 daté du 10 mars 2004 qu'Afrique Autos devait payer le reliquat du prix des actions acquises et que la cession était valable en se basant sur le fait que c'est la société acheteuse qui a évalué le prix des actions conformément au cahier des charges. La société Afrique Autos ne pouvait en conséquence invoquer l'erreur tant que c'est elle-même qui a évalué sous sa responsabilité le prix des actions et a accepté de les acquérir en l'état.

**864.** Tel n'a pas l'avis de la Cour de cassation tunisienne. Celle-ci a considéré que malgré le fait que l'évaluation du prix des actions a été fait par la société Afrique Autos en se basant sur le contenu du cahier des charges. Il n'empêche que les évaluations doivent se faire sur la base de données exactes et transparentes pour que le prix corresponde à la valeur du titre acheté et réalise l'intérêt qu'espère l'acquéreur par l'achat. La Cour estime que la société Afrique Autos dispose de documents susceptibles de prouver qu'elle a commis une erreur et a mal évalué la valeur des actions acquises à cause du bilan non précis et non exhaustif qui lui a été présenté. La Cour de cassation considère que la Cour d'appel devait accéder à la demande de la société acheteuse des actions et ordonner une expertise qui lui permette de vérifier la fourniture de la provision afférente aux lettres de change objet du litige et par la suite se prononcer sur l'action adverse visant à annuler la cession ou à réviser le prix de manière se conformer à la valeur réelle des actions<sup>1104</sup>.

---

<sup>1104</sup> حيث لئن كان تقدير قيمة الأسهم بسعي من المعقبة التي التزمت بمضمون كراس الشروط وخاصة فصله الثامن إلى أن التقديرات ينبغي أن تقام على معطيات صحيحة وشفافة تجعل الثمن عديلاً للمثمن محققاً للمصلحة التي يبرجوها بأذل الثمن من وراء الشراء وقد تمسكت الطاعنة بوثائق جدية ترجح وقوعها في الغلط وسوء تقدير قيمة الأسهم جراء عرض موازنة غير دقيقة وغير شاملة لكل الديون وطالبت بإجراء اختبار تحت نظر المحكمة وسمعها للوقوف على مدى توفر المؤونة في الكمبيالات محل التداعي ومن ثمة التصدي

En se prononçant ainsi, la Haute juridiction semble ouvrir la possibilité à l'acquéreur d'actions d'invoquer la nullité de la cession en raison de son erreur sur la valeur des titres acquis. Tout du moins, elle lui reconnaît la possibilité de modeler le prix en fonction de la valeur réelle des actions acquises.

**865.** Dans d'autres cas, l'erreur peut permettre à l'acquéreur d'obtenir la nullité de la cession des titres sociaux et ce lorsqu'elle porte sur la qualité qui a propulsé la volonté vers la détermination pour conclure le contrat<sup>1105</sup>. La qualité substantielle est l'aptitude des actions à conférer à leurs propriétaires les droits reconnus par la loi, à savoir le partage des bénéfices, la participation à la vie sociale, le droit au vote, le droit à l'information...<sup>1106</sup>

C'est la position de la jurisprudence qui admet quelques cas de nullité fondée sur l'erreur. En la matière, l'erreur porte sur la viabilité de la société, car le titre acquis ne peut plus remplir les fonctions qu'on attend de lui.

Au final, il appert que l'erreur ne peut que rarement amener à l'annulation de la cession de titres placés par appel public à l'épargne. Le constat est autre lorsqu'il s'agit d'évoquer le dol, un vice qui peut amener à une telle annulation.

## **B- Le dol cause possible d'annulation**

**866.** Tout d'abord, il est à rappeler que le dol n'est un vice du consentement que s'il a été déterminant. Un dol suppose des manœuvres frauduleuses positives<sup>1107</sup>, la simple réticence des cédants n'est pas assimilable au dol, sauf si elle est caractérisée<sup>1108</sup>. C'est à l'acquéreur de se renseigner, notamment

---

للدعوى المعارضة الرامية إلى التصريح ببطان عقد الإحالة أو مراجعة الثمن بما يتلاءم والقيمة الحقيقية للأسهم وهو ما أعرضت عنه محكمة القرار المنتقد دونما بيان و لا تعليل متين مكتفية برد غامض عام لا يشفي غليلا ولا يبرئ غليلا فجاء قضاؤها متهيناً للنقض منقاداً إلى الدحض"

<sup>1105</sup> Larroumet, Note sous Cass. Civ. 1<sup>er</sup> mars 1977, D. 1978 J. 91.

<sup>1106</sup> Rezgui (S), Op.cit. pp. 120 et 124.

<sup>1107</sup> Ghestin (J), « Droit civil, le contrat », 2e éd., n° 428

<sup>1108</sup> Du Pontavice (E), Note sous Cass. Com. 3 avril 1979 : Rev. sociétés 1980 p.723 ; Roca, note sous CA Versailles, 17 juin 1987, JCP 1989.II.21168.

en demandant communication des documents comptables<sup>1109</sup>. De même c'est à l'acquéreur de prouver le dol dont il se prétend victime, c'est pour cela qu'en cas de doute, la demande d'annulation est rejetée<sup>1110</sup>.

**867.** Aussi, la jurisprudence française a jugé que la demande d'annulation est admise en cas de manœuvre frauduleuse consistant en la communication d'un document inexact. Mais elle a rejeté l'action lorsque le cédant s'est borné à ne pas attirer l'attention du cessionnaire sur les difficultés traversées par la société<sup>1111</sup>.

**868.** En Tunisie, l'article 56 du code des obligations et des contrats dispose que le dol donne ouverture à la rescision lorsque « les manœuvres ou les réticences de l'une des parties, de celui qui la présente ou qui est de complicité avec elle, sont de telle nature que, sans ces manœuvres ou réticences, l'autre partie n'aurait pas contracté. Le dol pratiqué par un tiers a le même effet, lorsque la partie qui en profite en avait connaissance ».

**869.** Un arrêt de la chambre civile de la cour de cassation tunisienne n°16477 daté du 11 mars 2008<sup>1112</sup> précise que « le dol se base sur la tromperie d'un contractant qui ignore sciemment la bonne foi dans la conclusion du contrat de manière à amener l'autre partie à une illusion de façon à le porter à contracter. Le contractant victime du dol doit établir les fourberies et les métonymies utilisées par le contractant auteur du dol ».

Cela veut-il dire qu'un actionnaire malheureux peut demander la rescision l'achat d'actions d'une société cotée en bourse en cas de fausses informations diffusées par la société ?

Peut-on considérer que la publication d'un prospectus précédent ou de d'états financiers erronés correspondent à des manœuvres dolosives ?

---

<sup>1109</sup> **Viandier (A)**, Note sous C.A. Paris, 11 octobre 1984, JCP 1985.II.20499 ; **Mestre (J)**, RTD civ. 1985 p.726.

<sup>1110</sup> Cass.Com 17 avril 1972, Bull. civ. IV, n° 109, p. 109 ; C.A. Paris, 16 juin 1987 ; Rev. sociétés 1988, Somm. 102

<sup>1111</sup> **Guyon (Y)**, note sous CA Paris 23 mai, 31 mai et 8 juin 1990, Op.cit. p. 409

<sup>1112</sup> Arrêt disponible sur le portail du ministère de la justice [www.e-justice.tn](http://www.e-justice.tn)

**870.** Il conviendrait à notre avis de distinguer entre deux cas de figure :

Le premier cas correspond à la souscription d'actions nouvellement émises sur le marché boursier sur la base d'informations erronées.

Par contre, la situation serait sans doute plus compliquée si l'achat se fait sur le marché. Pour obtenir la rescision du contrat il faudrait, en principe, établir que la personne qui a rétrocédé les actions était au courant des manœuvres dolosives commises par la société cotée en bourse.

**871.** Aussi, l'établissement d'un dol pourrait aboutir à l'annulation du contrat de souscription. C'est d'ailleurs, la position qu'on est tenté d'imputer à la jurisprudence française. Ainsi, dans la décision Eurotunnel sus citée<sup>1113</sup>, même si en l'espèce, la Cour refuse d'annuler la souscription d'actions sur la base du dol, celle-ci prend bien le soin de préciser que c'est uniquement parce que les manœuvres dolosives n'ont pu être prouvées.

**872.** D'ailleurs, dans un arrêt remarqué, la cour d'appel de Versailles a retenu qu'une cession de parts sociales doit être annulée pour dol dès lors qu'il est établi que la cédante a sciemment omis de passer une provision pour dépréciation de stock pour masquer ses difficultés, rendant ainsi les documents comptables, communiqués au cessionnaire, viciés en raison des stocks surévalués, de l'insuffisance de provision pour créances douteuses et de l'insuffisance de la reconstitution du capital social.

En l'espèce, l'acheteur a acquis les titres sociaux en se fondant sur des documents comptables viciés en raison de stocks surévalués, d'une insuffisance de provisions pour créances douteuses, d'une insuffisance de reconstitution de capital social. La cour condamne la venderesse à réparer le préjudice subi du fait de ses agissements dolosifs, préjudice d'autant plus élevé ici que les parts sociales avaient perdu toute valeur vénale.

---

<sup>1113</sup> V. supra p. 438.

On remarque donc dans cet arrêt l'acceptation assez large que donne la cour aux agissements dolosifs. On pourrait donc penser que la présentation de faux états financiers pourrait être assimilée à des manœuvres dolosives<sup>1114</sup>.

**873.** Au final, le contrat est un fondement qui peut permettre dans certaines situations à l'investisseur lésé d'obtenir réparation. Néanmoins, ces situations apparaissent limitées et le plus souvent le recours à l'invocation de la responsabilité délictuelle de la société cotée en bourse constitue la meilleure option pour l'investisseur souhaitant être indemnisé pour le préjudice qu'il a subi.

## SECTION II

### LA RESPONSABILITE DELICTUELLE ENTRAVEE

**874.** La responsabilité civile des sociétés cotées en bourse est rarement mise en cause pour des délits boursiers.

Et pour cause : les entraves sont multiples, mêlant aussi bien obstacles d'ordre juridique et d'ordre pratique.

Tout d'abord, les difficultés rencontrées par un investisseur isolé, notamment lorsque son préjudice, bien que certain, reste minime, en comparaison avec le coût d'un procès, décourage bien des victimes à saisir les tribunaux judiciaires. D'ailleurs, l'assistance apportée par les associations de défense des investisseurs, ou des actionnaires, demeure limitée au vu des conditions strictes qui président à leur existence et à leur maintien. Les contraintes matérielles et financières que la représentation par mandat leur impose dans le cadre d'une action en représentation conjointe réduisent à néant toute

---

<sup>1114</sup> Dans le même sens, Cass. Com., 12 octobre 1993, n° 1487 RJDA, 12-1993, n° 1042 ; confirmant C.A. Paris, 12 juillet 1991 RJDA, 11-91, n° 931. Sur la falsification des comptes ou la présentation de bilan inexacts, V. aussi **du Pontavice (E)**, Note sous Cass. Com., 3 avril 1979, Rev. sociétés, 1980, p. 723 ; **Reinhard (Y)**, Note sous C.A. Paris, 12 juillet 1991, RTD com., 1992, p. 201.

volonté d'initiative de leur part. En Tunisie, ces associations sont inexistantes et ne sont prévues par aucun texte légal.

Aussi, le système actuel devrait rapidement montrer ses limites, si, à la suite d'une reconnaissance facilitée du préjudice des investisseurs, les demandes de réparation en venaient à se multiplier et donner lieu à des litiges de masse.<sup>1115</sup>

Ensuite, les conditions de mise en jeu de la responsabilité civile des sociétés cotées en bourse, sont définies par la loi avec neutralité. C'est-à-dire sans prise en compte du déséquilibre évident entre les investisseurs d'une part, et les sociétés cotées, leurs dirigeants et les divers professionnels intervenant dans les opérations d'appel public à l'épargne, d'autre part<sup>1116</sup>.

Pourtant l'activation de cette responsabilité semble indispensable au vu de la rareté et de la difficulté de la mise en place de la sanction pénale et devant l'indifférence des autorités administratives qui ne peuvent prendre en compte le préjudice individuel des investisseurs.

**875.** Car la mise en cause de la responsabilité civile des sociétés émettrices peut présenter un intérêt certain pour les actionnaires. Bien que relativement rare en pratique, la mise en cause de la responsabilité civile des émetteurs est plus aisée que l'invocation de la responsabilité de leurs dirigeants (entravée en France par la théorie de la faute détachable). De plus, il est évident que la surface financière et la solvabilité des sociétés cotées devrait conduire les investisseurs victimes d'infractions boursières à poursuivre plus volontiers la personne morale émettrice que ses dirigeants.

**876.** L'action dirigée contre les sociétés cotées est engagée par les demandeurs sur le fondement du droit commun, suivant les exigences de l'article 1382 du Code civil en France et des articles 82 et 83 du Code des Obligations et des Contrats en Tunisie. La mise en cause de cette responsabilité exige, ainsi, l'établissement d'une faute (**Paragraphe 1**), d'un préjudice et d'un lien de causalité (**Paragraphe 2**).

---

<sup>1115</sup> **Magnier (V)**, « Information boursière et préjudice des investisseurs », D. 2008 p. 558

<sup>1116</sup> **Arsouze (Ch) et Ledoux (P)**, Op.cit. p. 399.

## Paragraphe 1 - Une faute simple à établir

**877.** Les différentes infractions à la législation applicable aux sociétés cotées en bourse et à la réglementation des autorités de régulation du marché financier sont susceptibles d'entraîner la mise en œuvre de la responsabilité civile des sociétés émettrices.

Délits et manquements d'initié, diffusion d'informations fausses ou trompeuses, manipulations de cours, peuvent entraîner des sanctions civiles à l'égard de ces sociétés.

**878.** Devant les tribunaux français, la faute la plus souvent invoquée pour engager la responsabilité civile des sociétés cotées en bourse consiste en la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

En effet, cette infraction qui est à la fois constitutive d'un délit pénal et d'un manquement administratif, peut constituer, comme toute infraction à un texte exprès, une faute civile et ce, même si les faits en cause n'ont pas donné lieu à des poursuites pénales ou à une procédure de sanction administrative.

Il est néanmoins évident qu'une décision de sanction préalable facilite l'action en responsabilité, une telle décision n'est pas nécessaire.

**879.** La jurisprudence française a d'ailleurs, précisé expressément que l'intervention préalable de l'autorité de régulation ne constitue pas une condition de mise en œuvre de la responsabilité civile d'une société cotée en bourse ou de ses dirigeants<sup>1117</sup>.

De même, invoquer une faute consistant en un manquement administratif, plutôt qu'en un délit pénal peut s'avérer plus avantageux pour le demandeur, car le texte d'incrimination du manquement administratif permet, en pratique, de couvrir davantage de comportements que le texte pénal<sup>1118</sup>.

**880.** En France, la lecture de rares décisions rendues en la matière, laisse entrevoir que le manquement à l'obligation de bonne information du marché

---

<sup>1117</sup> **Dolidon (G)**, Note sous C.A. Colmar, 14 octobre 2003, n° 1 A 01/03432, X c/ SA Eurodirect Marketing, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2004 n° 4, p. 466 §4.

<sup>1118</sup> V. supra pp. 220 et s.

semble être la raison la plus souvent invoquée pour mettre en cause la responsabilité civile des sociétés cotées en bourse.

Ainsi, dans un arrêt du 26 septembre 2003<sup>1119</sup>, la Cour d'appel de Paris a condamné la société Flammarion à verser des dommages et intérêts à certains de ses actionnaires pour avoir publié un communiqué erroné, car incomplet, en ce qu'il ne révélait pas les négociations en cours sur la cession du contrôle de la société.

**881.** En l'espèce, la société Flammarion, conformément aux obligations qui pèsent sur toute société cotée, diffuse dans le public, le 12 octobre 2000, son chiffre d'affaires et son résultat pour le premier semestre de son exercice 2000.

Elle publie dans un quotidien économique un communiqué décrivant ces données chiffrées ; ces données sont en outre publiées au Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO) le 16 octobre 2000, accompagnées du rapport prévu par la loi, qui les commente.

Encore que, le 17 octobre 2000, c'est-à-dire le lendemain de cette publication au BALO, les actionnaires majoritaires de la société Flammarion cèdent son contrôle au groupe italien RCS. Alors que, ni le communiqué de presse de Flammarion du 12 octobre précédent, ni la publication au BALO du 16 octobre, ne faisaient allusion à des négociations sur la cession du contrôle de la société, ni à plus forte raison à une imminence de cette cession.

Dès le 18 octobre 2000, un projet de garantie de cours sur les actions de Flammarion est déposé par RCS, et rendu public. La garantie de cours est proposée à un prix nettement supérieur aux derniers cours de bourse.

---

<sup>1119</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris, 26 septembre 2003, n° 2001/21885, Soulier et autre c/ SA Flammarion et autre, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2004 n° 1, p. 43 ; **Daigre (J-J)**, Bull. Joly Sociétés, 01 janvier 2004 n° 1, p. 84.

Certains actionnaires qui avaient cédé leurs titres, à un prix bien inférieur à celui annoncé par le projet de garantie de cours de RCS, sur la base des mauvais résultats véhiculés par le communiqué de la société, alors que ce communiqué ne révélait pas les négociations en cours qui allaient aboutir à la cession du contrôle de la société ; assignent donc en responsabilité civile la société Flammarion et son président, M. Flammarion, en arguant une faute consistant en la publication d'un communiqué incomplet<sup>1120</sup>.

**882.** Alors qu'en première instance, le tribunal avait conclu à l'absence de faute en considérant que la publication des résultats était une obligation légale assortie d'un délai ferme et que l'existence de pourparlers pour la cession du contrôle ne justifiait pas de retarder le communiqué<sup>1121</sup>. La Cour d'appel, en décide autrement. En effet, après avoir écarté la responsabilité personnelle du président de la société car il n'avait pas commis une faute séparable de ses fonctions, les magistrats parisiens ont constaté l'existence d'une faute susceptible d'engager la responsabilité de la société cotée.

**883.** Pour établir l'existence de cette faute, la Cour a suivi un raisonnement qui s'articule autour de deux affirmations :

Premièrement, l'information a été diffusée trop tôt, sans nécessité immédiate. En effet, la communication s'est faite avant le délai légal imparti pour une telle publication. Avec comme corollaire, l'affirmation selon laquelle il n'y avait pas d'obligation légale de publier les résultats semestriels dans la presse spécialisée.

La cession du contrôle a été publiée trop tard, laissant le marché sous le coup d'une information inexacte dans l'intervalle de temps séparant les deux communiqués de presse.

---

<sup>1120</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris, 26 septembre 2003, no 2001/21885, Soulier et autre c/ SA Flammarion et autre, Op.cit. p. 43 §2.

<sup>1121</sup> **Letréguilly (H)**, Op.cit. p. 452.

Ensuite, la deuxième affirmation repose sur le caractère tardif de l'annonce de la cession de contrôle et la garantie de cours à un prix presque deux fois supérieur au cours de bourse<sup>1122</sup>.

**884.** La Cour d'appel de Paris a admis le caractère fautif du communiqué litigieux et conclut que «... la société Flammarion a, sans nécessité immédiate démontrée, délibérément publié une information financière en elle-même exacte mais qui, compte tenu d'un accord imminent qui aurait une incidence déterminante sur le cours de l'action, même si cet accord était encore soumis à un aléa tenant à la signature des documents contractuels, constituait une information en réalité inexacte, à tout le moins trompeuse, qui véhiculait un message d'un pessimisme excessif sur les perspectives d'évolution du titre à court terme ».

**885.** Au-delà des particularités de l'espèce, cet arrêt révèle toutes les difficultés posées par les obligations d'information du public imposées aux sociétés cotées en bourse.

Comment savoir, en effet, quand est-ce qu'une société doit communiquer au public des pourparlers sur la cession de son contrôle ou des négociations sur la cession de certains de ces actifs importants ?

La société se retrouve coincée entre le marteau et l'enclume. Entre diffuser l'information trop tôt au marché et risquer de nuire aux négociations ou de tromper le public, si les négociations échouent ou si elles se concrétisent dans des conditions différentes de celles annoncées. Ou la communiquer trop tard et risquer de voir des actionnaires qui ont cédé ou acquis des titres arguer qu'ils ont été induits en erreur par le silence de la société, ou peut encore conduire à prolonger la période durant laquelle cette information confidentielle sur les négociations peut être exploitée par des initiés. Le choix est difficile à faire et cette situation illustre toute la difficulté de la communication financière, art délicat par essence, qui impose souvent la conciliation et la protection d'intérêts contradictoires.<sup>1123</sup>

---

<sup>1122</sup> Ibid.

<sup>1123</sup> **Dezeuze (E)**, Op.cit. §12.

**886.** Aussi, la publication d'informations prévisionnelles inexactes a été retenue par la Cour d'appel de Colmar<sup>1124</sup> comme faute permettant de mettre en cause la responsabilité civile d'une société cotée.

En l'espèce, une société cotée, Eurodirect Marketing, dont les titres étaient négociés sur le Second Marché d'Euronext Paris, a publié le 7 avril 1998, dans un quotidien de presse financière, un communiqué comportant des informations sur ses résultats prévisionnels pour l'année 1998.

La société prévoyait dans ce communiqué un bénéfice de 14 millions de francs pour l'exercice 1998, soit le doublement de son résultat net d'impôt.

Ces perspectives positives de résultats ont été réitérées par la société dans son document de référence annuel, enregistré auprès de l'autorité administrative, le 5 juin 1998.

Or, c'est en considération du communiqué publié au mois d'avril 1998 et des perspectives de résultats de la société qu'un actionnaire, prétend avoir augmenté sa participation dans le capital de ladite société en acquérant un certain nombre d'actions.

Cependant, la société a publié, le 16 octobre 1998, un nouveau communiqué dans lequel elle annonce des résultats négatifs pour les six premiers mois de l'exercice 1998, soit une perte de 18,5 millions de francs.

C'est dans ces conditions que cet actionnaire met en cause la responsabilité civile de la société Eurodirect Marketing sur la base d'une infraction aux dispositions de l'article L. 465-1, al. 4 du code monétaire et financier, qui réprime la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Cet actionnaire prétend avoir acquis ces actions sur la base d'informations inexactes et demande réparation du préjudice subi du fait de la revente à perte, au mois de

---

<sup>1124</sup> **Rontchevsky (N)**, Note sous C.A. Colmar, 1<sup>re</sup> ch. civ., 14 octobre 2003, n° 01-3432, Pfeiffer c/ Eurodirect Marketing, RTD Com. 2004 p. 567.

septembre 1998, d'actions acquises après la publication du communiqué litigieux. Pour cet actionnaire, la société aurait commis une faute non seulement en publiant des informations prévisionnelles mensongères mais également en s'abstenant de les rectifier<sup>1125</sup>.

**887.** La Cour a relevé, pour apprécier le caractère fautif des informations prévisionnelles communiquées, l'importance de la différence entre les résultats effectifs enregistrés par la société au titre de l'exercice 1998 (- 30 millions de francs) et les perspectives de résultats annoncées dans le communiqué du 7 avril 1998, qui s'établit à 44 millions de francs. Or, selon la cour, une telle différence ne peut s'expliquer par les fluctuations courantes de l'activité de l'entreprise. La Cour se livre ensuite à une analyse subjective et détaillée des opérations d'investissements réalisées par la société pour conclure que ces derniers étaient manifestement incompatibles avec les prévisions annoncées de doublement du résultat. De cet ensemble de faits, la cour considère que la société a commis une faute en publiant sciemment des résultats prévisionnels inexacts puisqu'elle savait n'avoir aucune chance de les réaliser.

**888.** De même, la Cour a pris en compte le caractère tardif de la rectification pour aller jusqu'au bout de son raisonnement. S'il est possible que la nature prévisionnelle des informations puisse donner lieu à une erreur d'appréciation exclusive de toute volonté de tromperie, elle souligne en revanche que constitue un comportement manifestement fautif le fait pour la société de s'être abstenue de rectifier les informations erronées dans un délai raisonnable.

**889.** Ainsi, la cour relève que compte tenu de l'ampleur des pertes, la société ne pouvait prétendre ignorer la réalité de la situation. Or, lorsque la société Eurodirect Marketing a annoncé publiquement le changement intervenu dans son équipe dirigeante, aucune rectification sur les perspectives de résultats annoncés n'a été effectuée. Il semble pourtant bien que ce changement ait été

---

<sup>1125</sup> **Dolidon (G)**, Op.cit. p. 466.

motivé principalement par la dégradation des résultats de la société, tel qu'en atteste le rapport de gestion de la société.

**890.** La Cour suit un raisonnement conforme à la jurisprudence développée par le gendarme boursier, sur le fondement de sa réglementation.

Elle estime logiquement, que des informations prévisionnelles, qui sont par conséquent incertaines par nature, doivent si elles sont communiquées par les sociétés cotées obligatoirement respecter les caractères d'exactitude, de précision et de sincérité.

Cela signifie que l'information fondée sur des éléments futurs ou dont la réalisation est incertaine doit être assortie de réserves mentionnant le caractère incertain ou futur des résultats pris en compte. De même, si besoin il y'a toute information diffusée doit être réactualisée et, si elle s'avère par la suite inexacte, elle doit être rectifiée au moyen un communiqué<sup>1126</sup>.

**891.** Aussi, la jurisprudence française considère que la société cotée en bourse peut être contrainte à réparer les dommages causés par des agissements de leurs dirigeants.

L'action engagée par des actionnaires contre la société Sidel illustre ce cas de figure. En l'espèce, le tribunal estime que l'action des actionnaires, en l'absence de dispositions particulières contraires, peut être portée concurremment à l'encontre des dirigeants auteurs des infractions et contre la société en sa qualité de civilement responsable de ces dirigeants.

**892.** La recevabilité de l'action civile à l'égard des anciens dirigeants de Sidel et le fait que cette dernière est considérée civilement responsable des fautes commises par ceux-ci, sont justifiés par la Cour en se basant sur les dispositions de l'article 1384 alinéa 5 du Code civil, qui dispose que « ... les commettants [répondent] du dommage causé... par leurs préposés dans les fonctions auxquelles ils les ont employés ».

---

<sup>1126</sup> Ibid.

Il s'agit là d'une position qui peut être sujette à critiques car le fondement textuel retenu par la Cour semble inadapté : le président d'une société cotée, n'a pas juridiquement la qualité de préposé, et ce en l'absence d'un lien de subordination vis-à-vis de la société dont il était le mandataire social.

Néanmoins, la jurisprudence de la chambre criminelle de la Cour de cassation française admet la possibilité de retenir la responsabilité civile de la société pour des infractions commises dans le cadre de leurs fonctions par ses dirigeants non-salariés<sup>1127-1128</sup>.

**893.** D'un autre côté, en Tunisie, la jurisprudence traitant de ce sujet se révèle très rare.

Tout de même, Une décision du Tribunal de première instance de Tunis n°53838 datée du 25 janvier 2006<sup>1129</sup>, nous fournit certains enseignement sur la position de la jurisprudence tunisienne relativement à cette question.

Dans cette affaire, un actionnaire détenant 3000 actions de la société Batam, (société cotée à la bourse de Tunis à cette époque), par l'intermédiaire de la société COFIB capital finance (intermédiaire en bourse) ; a vu ses actions radiées suite à un coup d'accordéon effectué par la société Batam.

**894.** Cet actionnaire minoritaire a alors réclamé à la société Batam et à l'intermédiaire en bourse, la réparation de son préjudice devant le tribunal de première instance de Tunis.

D'un côté, il reproche à la société cotée d'avoir porté atteinte au principe d'égalité entre les actionnaires en le privant indument de ses 3000 actions et de l'avoir exclu de la société contre son grès.

---

<sup>1127</sup> Cass. Crim., 14 octobre 1991, Bull. crim. n° 337.

<sup>1128</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous Trib. Correctionnel Paris, 12 septembre 2006, no 0018992026, Sidel, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2007 n° 1, p. 37.

<sup>1129</sup> Inédit V. annexes p. 547.

En outre, il reproche à cette société de n'avoir pas communiqué sur son état dégradé et d'avoir même procédé à une distribution de dividendes lui faisant croire à la bonne santé financière de la société, ce qui l'a poussé à continuer à acheter des actions de la société.

Il reproche aussi à l'intermédiaire en bourse d'avoir failli à ses obligations de loyauté et de conseil imposées par l'article 52 du Code des organismes de placement collectif<sup>1130</sup>.

**895.** Dans sa décision, le Tribunal a estimé que la société Batam avait réduit son capital social sans respecter les procédures obligatoires et qu'elle a intentionnellement trompé le plaignant sur la situation détériorée de la société en distribuant des dividendes. Le tribunal semble ainsi admettre la faute de la société cotée en bourse.

D'autre part, le Tribunal estime en se basant sur l'article 58 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 relative à la réorganisation du marché financier<sup>1131</sup>, l'intermédiaire en bourse doit prendre toutes les dispositions nécessaires à la sécurité des intérêts de leurs clients et sur l'article 51 du Décret 2478 du 1 novembre 1999 portant statut des intermédiaires en bourse « l'intermédiaire en bourse doit s'attacher à connaître les capacités financières, l'expérience, les objectifs financiers et attentes de ses clients en fonction des prestations à fournir et veiller à ce que ces derniers aient connaissance des risques inhérents à la nature des opérations qu'ils envisagent d'effectuer », que

---

<sup>1130</sup> Selon cet article « Les organismes de placement collectif, les dépositaires et les gestionnaires doivent agir au bénéfice exclusif des souscripteurs. Ils doivent présenter les garanties suffisantes, en ce qui concerne l'organisation, les moyens techniques et financiers, la compétence et l'honorabilité de leurs dirigeants et du personnel placé sous leur autorité. Ils doivent prendre toutes les dispositions de nature à assurer la sécurité de la réalisation des opérations ».

<sup>1131</sup> Selon cet article « Les intermédiaires en bourse doivent présenter les garanties suffisantes notamment en ce qui concerne leur organisation, leurs moyens techniques et financiers, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants ainsi que les dispositions propres à assurer la sécurité des intérêts de leur clientèle.

La nature et l'étendue de chaque garantie, les règles applicables à l'agrément des intermédiaires, au retrait ou à la suspension de l'agrément ainsi que les règles nécessaires au contrôle de leurs activités sont fixées par décret portant statut des intermédiaires en bourse. »

l'intermédiaire en bourse se devait d'informer son client sur la mauvaise situation financière de la société Batam afin qu'il puisse prendre les précautions nécessaires.

Et qu'en n'apportant pas la preuve d'avoir fourni les conseils adéquats à son client, et ayant intentionnellement dissimulé des informations importantes à son client l'intermédiaire devait être considéré comme ayant failli à ses obligations et ce qui a entraîné pour celui-ci la perte de toutes les actions qu'il possédait.

Néanmoins, la demande en réparation de l'actionnaire s'est heurtée à une difficulté de preuve du préjudice subi. En effet, les juges tunisois concluent au rejet de la requête car le demandeur n'avait pas pu établir la valeur des actions qu'il détenait à la date de leur radiation.

## **Paragraphe 2 – Un préjudice difficile à établir**

**896.** En matière de responsabilité civile, la faute ne suffit pas à elle seule à justifier la réparation. Le demandeur, doit en plus établir l'existence d'un préjudice ainsi que la relation de causalité entre la faute commise par la société et ce préjudice (**A**). De plus, l'évaluation de ce préjudice s'avère problématique (**B**).

### ***A- La nécessité d'établir un préjudice***

**897.** Il importe tout d'abord, de préciser que le préjudice causé par des manquements ou délits boursiers reste encore mal défini.

Car, s'il est admis par la chambre criminelle de la Cour de cassation, depuis 1991, qu'une action civile intentée par des actionnaires en raison du préjudice causé par une diffusion d'informations mensongères ou une présentation de

comptes inexacts est recevable, la nature de ce préjudice n'est point précisée<sup>1132</sup>.

Une analyse de la jurisprudence française laisse entrevoir qu'un préjudice est admis toutes les fois qu'une information inexacte fait prendre à un investisseur une position contraire à celle qu'il aurait prise s'il avait disposé d'une exacte information.

**898.** En réalité, il y'a préjudice quand « un investisseur anticipe (à tort) d'une information excessivement optimiste une forte croissance des résultats et une valorisation consécutive des titres, ce qui le pousse, au minimum, à conserver ses titres, au pire, à en acquérir de nouveaux. A l'inverse une information exagérément pessimiste peut indûment provoquer la vente des titres »<sup>1133</sup>.

**899.** Ainsi, dans une affaire Société Générale de Fonderie la Cour d'appel de Paris a reconnu que « la certitude d'un tel préjudice est acquise dès lors que les victimes ont acheté des actions à un cours supérieur à leur valeur réelle, et ce, par suite de la diffusion de fausses informations ou d'informations trompeuses»<sup>1134</sup>.

Les magistrats parisiens admettent donc, l'existence d'un préjudice lorsqu'une fausse information pousse un investisseur à ordonner une opération contraire à celle qu'il aurait prise s'il avait disposé d'une information exacte.

**900.** Il peut s'agir du cas où un investisseur conserve ses titres dans une société cotée en bourse ou en acquiert de nouveaux sur la base d'une information fausse portant sur une forte croissance des résultats de la société devant logiquement amener à un accroissement de la valeur de ses actions<sup>1135</sup>. A ce cas de figure, d'une information trop optimiste, on peut assimiler l'hypothèse consistant à retarder la diffusion d'une information

---

<sup>1132</sup> **Magnier (V)**, « Information boursière et préjudice des investisseurs », D. 2008 p. 558.

<sup>1133</sup> Ibid.

<sup>1134</sup> **Marchi (J-P)**, Note sous C.A. Paris, 9e ch. A, 15 juin 1992, Société Générale de fonderie, G.P. 1992. 1. 293.

<sup>1135</sup> **De Vauplane (H) et Daigre (J-J)**, Note sous Cass. Com. 22 novembre 2005, Eurodirect Marketing, Banque et droit, janvier-février 2006 p. 35, chron ; **Storck (M)**, RTD com. 2006 p. 445.

négative, ce qui inclut le cas de l'initié qui utilise une information privilégiée pour céder ses titres avant quiconque<sup>1136</sup>.

**901.** C'est le cas de figure qu'illustre parfaitement l'arrêt sus cité de la Cour d'appel de Colmar, du 14 octobre 2003, confirmé depuis par la Chambre commerciale de la Cour de cassation<sup>1137</sup>.

Après avoir estimé que les manquements de la société Eurodirect Marketing étaient suffisamment caractérisés pour engager sa responsabilité à l'égard de l'actionnaire plaignant. La Cour estime que le préjudice dont l'actionnaire se prévaut résulte de la différence entre le prix d'achat des actions après la publication du communiqué litigieux et le prix de leur revente. Le préjudice tire ainsi son existence de la revente des titres qui ont été acquis à un prix supérieur à leur valeur réelle et de la perte qu'elle a ainsi occasionnée pour l'actionnaire.

**902.** Une autre problématique ne devrait pas manquer de se présenter, il s'agit de la question de l'évaluation du dommage. Une question qui reste imbriquée à celle de l'existence du préjudice. Traditionnellement, le préjudice invoqué n'ouvre en effet droit à réparation qu'à la condition qu'il soit direct, certain et légitime.

**903.** Il faut dire, qu'en matière d'investissements boursiers cette question est particulièrement délicate car les bénéfices ou les pertes qui peuvent en résulter sont toujours marqués par une part prépondérante de l'aléa.

En l'espèce, la Cour d'appel a fait le choix d'accorder la totalité de l'indemnisation réclamée par l'actionnaire plaignant. Une indemnisation égale à la différence entre le prix des actions acquises après la date du communiqué véhiculant la fausse information et le prix de celles qui ont été vendues par la

---

<sup>1136</sup> **Magnier (V)**, « Information boursière et préjudice des investisseurs », Op.cit. p. 558.

<sup>1137</sup> **De Vauplane (H) et Daigre (J-J)**, Note sous Cass. Com., 22 novembre 2005, Op.cit. p. 35.

suite, soit les actions qu'il n'aurait pas achetées s'il n'avait pas été la victime d'une information inexacte<sup>1138</sup>.

**904.** Dans cette affaire, il est à relever que l'actionnaire a limité le préjudice dont il réclame réparation à la perte résultant de la cession des titres qu'il a acquis après la publication du communiqué litigieux. Il n'a pas demandé à obtenir réparation du dommage subi du fait de la conservation de certaines actions acquises antérieurement et de la perte d'une chance éventuelle de les avoir vendus dans de meilleures conditions.

Si le demandeur a limité ses prétentions, ce n'est pas sans raison. En effet, la jurisprudence de la Cour de cassation n'admet pas dans la plupart des cas, le principe de la réparation d'un tel préjudice.

En effet, ces situations, où le demandeur conserve ces titres, restent difficiles à appréhender. Car, le préjudice ne devient certain que lorsque les titres sont revendus, une fois la fausse information corrigée.

**905.** A l'inverse, une information fausse présentant la société sous un plus mauvais jour qu'elle ne l'est en réalité peut inciter un actionnaire à vendre ses actions.

C'est le cas de figure qu'illustre parfaitement l'arrêt de la Cour d'appel de Paris dans l'affaire Flammarion sus citée. En l'espèce, la Cour a admis que la publication intempestive de résultats semestriels mitigés, alors qu'un projet de cession était en cours de négociation et devait être annoncé au public quelques jours plus tard constituait une communication inexacte ou à tout le moins trompeuse car adressant « un message d'un pessimisme excessif sur les perspectives d'évolution du titre à court terme » susceptible d'engager la responsabilité de la société à l'égard de ses actionnaires. Elle a jugé que les actionnaires qui avaient cédé leurs titres après la publication des comptes et

---

<sup>1138</sup> **Dolidon (G)**, Note sous C.A. Colmar, 14 octobre 2003, Op.cit. §10.

avant l'annonce de la cession avaient perdu la chance de céder leurs actions dans le cadre de la procédure de garantie de cours ultérieure.<sup>1139</sup>

**906.** Ces décisions sont en accord avec la jurisprudence de la Chambre criminelle de la Cour de cassation française<sup>1140</sup> qui distingue, en matière de communication et de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, deux types de préjudices : celui qui résulte de la conservation de titres antérieurement acquis, dont elle exclut la réparation, et celui résultant de l'acquisition de titres pendant la période de diffusion des informations fausses ou trompeuses, qui seul est réparable<sup>1141</sup>.

**907.** Cette approche opérée par la Cour de cassation française n'est pas sans reproche et a été critiquée par une partie de la doctrine. En effet, certains auteurs<sup>1142</sup> ont observé que cette distinction, aboutissait à dénier tout droit à réparation aux actionnaires qui en raison de la bonne tenue du cours de bourse avaient conservé leurs titres. Alors qu'ils auraient certainement vendu ces titres s'ils avaient eu vent de la situation réelle de la société cotée en bourse.

**908.** D'autres auteurs<sup>1143</sup>, approuvent la solution dégagée par la Cour de cassation. Ils considèrent, qu'il ne saurait y avoir de préjudice si l'actionnaire

---

<sup>1139</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris, 26 septembre 2003, Soulier et autres/c/ Flammarion et autres, Bull. Joly Bourse, 2004, p. 43, § 4 ; **De Vries (G)**, J.C.P. éd. E, 2004, p. 771 ; **Poracchia (D)**, Droit et Patrimoine, novembre 2004, p. 93 ; **Daigre (J-J)**, Bull. Joly Sociétés, 2004, p. 84, § 12.

<sup>1140</sup> En l'occurrence, la Cour de cassation a estimé que le préjudice subi par l'investisseur victime de ce délit et son indemnisation s'évaluent en calculant «...la différence entre le cours normal du titre et sa valeur après la diffusion de l'information ».

Bien que la notion de « cours normal » puisse prêter à discussion, on peut penser que pour la Haute juridiction, le cours normal de l'action serait, le cours du titre avant la diffusion de l'information litigieuse. De cette façon, le préjudice subi pourrait être évalué en faisant la différence entre ce cours et le cours du titre après cette diffusion **Peltier (F)**, Note sous Cass. Crim., 15 mars 1993, Banque et droit n° 32, novembre-décembre 1993, p. 22 ; **Ducouloux-Favard (C)**, D., 1993, jur. p. 610.

<sup>1141</sup> **Ledoux (P)**, **Arsouze (Ch)**, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », Op.cit. p. 399.

<sup>1142</sup> **De Vauplane (H) et Simart (O)**, « Délits boursiers : propositions de réforme. Pour une répartition des compétences répressives selon le caractère économique ou moral de l'infraction », RD bancaire et financier, n° 61, mai-juin 1997, p. 85 ; **Jeantin (M)**, Note sous Cass. Crim., 15 mars 1993, Bull. Joly Bourse, 1993, p. 365, § 76, spéc. p. 374.

<sup>1143</sup> **Magnier (V)**, « Information boursière et préjudice des investisseurs », Op.cit. p. 558.

conserve ses titres. Et ce même si cette conservation est « provoquée » par une information fausse.

Il s'agirait là d'une opération neutre : si l'investisseur décide de conserver ses titres, au lieu de les vendre, ou de les acheter, il a perdu une chance de prendre une décision d'investissement ou de désinvestissement, mais aucune perte imputable à l'information litigieuse n'est constatable.

**909.** Un autre auteur, estime que le lien entre l'infraction commise et le préjudice serait dans ce cas de figure moins certain que dans l'hypothèse d'une acquisition de titres sur la base d'informations trompeuses car il faut se convaincre que l'actionnaire aurait nécessairement cédé ses titres s'il n'avait été abusé par cette information trompeuse. De plus, la diffusion d'une information exacte se serait, par hypothèse, traduite par une baisse du cours de l'action, de sorte que l'actionnaire concerné aurait, dans tous les cas, cédé ses titres dans des conditions défavorables. Mais la difficulté principale consiste en ce cas, à ce que la victime est toujours actionnaire, ce qui a pour effet de rendre difficile la distinction entre le préjudice personnel qu'elle a subi et celui qu'a subi la société<sup>1144</sup>.

**910.** Quoi qu'il en soit, il est vrai que le dommage subi par l'actionnaire ne peut être considéré comme certain qu'à partir du moment de la cession de ses titres. En effet, lorsqu'une perte est constatable, la simple conservation d'un titre, même déprécié, ne suffit pas à constituer un préjudice certain. Car, au cas où l'actionnaire choisit de conserver ses titres après la diffusion de l'information correcte, aucun préjudice ne sera plus directement imputable à la fausse information. Il pourra les garder suffisamment longtemps pour voir la confiance revenir et l'action retrouver sa verve<sup>1145</sup>.

---

<sup>1144</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », Op.cit. p. 399 § 11.

<sup>1145</sup> Ibid.

**911.** Ceci étant dit, la Cour d'appel de Paris<sup>1146</sup> a admis dans des cas limités, la possibilité d'indemniser des actionnaires qui avaient conservé leurs instruments financiers après la découverte du caractère inexact et trompeur des informations communiquées. Le préjudice réparable consistant en une perte de chance. Les actionnaires se voyant privés de la possibilité de choisir, en étant au courant de la situation réelle de la société, entre conserver ou céder les titres dont ils sont en possession.

**912.** Ainsi, récemment, des décisions des juges du fond avaient admis que des actionnaires pouvaient avoir subi un préjudice pour avoir conservé leurs titres après la diffusion des fausses informations<sup>1147</sup>. Dernièrement, la Cour de cassation française s'est prononcée, dans son arrêt du 9 mars 2010<sup>1148</sup>, en faveur d'une telle solution, sans doute en raison de la nature spécifique du préjudice découlant de la fausse information.

**913.** La Haute juridiction a admis pour la première fois dans cet arrêt que le préjudice subi par les actionnaires en raison de la diffusion par la société de fausses informations n'est pas égal au montant de l'investissement réalisé mais consiste en la perte d'« une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé ».

La Cour considère que le libre arbitre de l'investisseur victime d'une information erronée a été entravé. Celui-ci s'est vu privé de la faculté d'effectuer un choix éclairé quant à l'investissement de ses fonds et à l'acquisition ou la conservation de ses titres. Néanmoins, du fait que l'on ne peut avoir de certitude quant à la décision qu'aurait prise un investisseur

---

<sup>1146</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris, 26 septembre 2003, Soulier et autres c/ Flammarion et autres, Op.cit. p. 43, § 4.

<sup>1147</sup> Particulièrement **Dezeuze (E)**, Note sous Trib. correctionnel Paris, 12 septembre 2006, n° 0018992026 : Bull. Joly Bourse 2007, p. 37, § 4 ; **Barbièri (J-F)**, Bull. Joly Sociétés 2007, p. 119, § 14. Une décision confirmée par la Cour d'appel de Paris, V. **Barbièri (J-F)**, Note sous C.A. Paris, 17 octobre 2008 : Bull. Joly Sociétés 2009, p. 143, § 31 ; dans le même sens **Schmidt (D)**, « Affaire Sidel, L'indemnisation des actionnaires » : D. 2006, chron. p. 2522 ; **Rontchevsky (N)**, Note sous CA Paris, 14 septembre 2007, n° 07/01477, RTDF 2007, n° 4, p. 145.

<sup>1148</sup> **Rontchevsky (N)**, Note sous Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21547 (n° FS-P+B), SA sté EPF Partners, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2010 n° 4, p. 316 § 16.

informé et aux conséquences de celle-ci, il ne s'agit que d'une chance perdue qui est, par nature, aléatoire<sup>1149</sup>.

**914.** Cette position de la Cour de cassation est partagée par le Professeur Schmidt qui privilégie l'approche selon laquelle l'altération du consentement provoquée par la fausse information prive l'acquéreur d'une chance d'investir d'une autre manière : « on ne sait pas s'il aurait investi autrement, ni même si cet autre investissement aurait été judicieux ou fructueux ; on présume simplement que l'altération de son consentement lui a fait perdre une chance d'investir autrement : cette perte est son préjudice »<sup>1150</sup>.

Une autre problématique surgit alors, celle de l'évaluation du préjudice résultant d'une perte de chance.

### ***B- Une difficile évaluation du préjudice***

**915.** Le préjudice fait l'objet d'une définition législative. Pour l'article 107 du Code des obligations et des contrats « Les dommages, dans le cas de délits et de quasi-délits, sont la perte effective éprouvée par le demandeur, les dépenses nécessaires qu'il a dû ou devait faire afin de réparer les suites de l'acte commis à son préjudice ainsi que les gains dont il est privé dans la mesure normale en conséquence de cet acte. Le tribunal devra d'ailleurs évaluer différemment les dommages, selon qu'il s'agit de la faute du débiteur ou de son dol. »

**916.** L'évaluation du préjudice relève du pouvoir discrétionnaire des juges du fond, c'est ce que confirme la Cour de cassation tunisienne, dans son arrêt daté du 23 mai 1990<sup>1151</sup>, qui relève que « le législateur a défini, en vertu de l'article 107 du COC la perte, sa réalité et ses implications. Il a néanmoins

---

<sup>1149</sup> Rontchevsky (N), Op.cit. §18.

<sup>1150</sup> Schmidt (D), « Fausse information et préjudice boursier », Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2012 n° 1, p. 1.

<sup>1151</sup> Cass. Crim 23 mai 1990 n°32459, RJL mars 1992 n°3 p. 88.

mandaté en même temps, au juge la question de sa réparation en subordonnant son évaluation au pouvoir discrétionnaire du juge. »

**917.** Mais le préjudice découlant de la perte d'une est spécifique. Une spécificité très bien expliquée par un auteur<sup>1152</sup> : « La perte de chance représente le dommage consistant dans l'aggravation d'une probabilité funeste ou la diminution d'une probabilité heureuse. Elle ne désigne donc qu'un préjudice de substitution auquel on recourt lorsque, convaincu de l'implication de la faute dans le dommage, on ne peut raisonnablement lui prêter, comme prolongement causal, qu'une incidence sur la probabilité qu'avait la victime de subir la frustration dont elle se plaint ».

**918.** Cela fait que l'indemnisation de la perte d'une chance ne peut consister qu'en une partie du préjudice dont l'évaluation relève de la compétence souveraine des juges du fond.

La Cour de cassation française<sup>1153</sup> précise, d'ailleurs, que « la réparation d'une perte de chance doit être mesurée à la chance perdue et ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle s'était réalisée ».

Le recours par la jurisprudence à la notion de perte d'une chance se révèle ainsi être un moyen, d'une grande souplesse, permettant l'indemnisation du dommage causé par un défaut d'information, de mise en garde ou de conseil, qui est toujours plus ou moins teinté d'aléa.

**919.** La perte de chance est aussi parfaitement adaptée au traitement d'un contentieux de masse, notamment, à la réparation du préjudice causé par la fausse information financière dont l'évaluation précise est très délicate, sauf à

---

<sup>1152</sup> **Martin (DR)**, « De la causalité dans la responsabilité civile du prêteur », Banque et droit novembre-décembre 1999, p. 7.

<sup>1153</sup> Cass. 1<sup>re</sup> civ., 16 juill. 1998, n° 96-153801, Bull. civ. 1998, I, n° 260.

avoir recours à des logiciels<sup>1154</sup> ou à des expertises complexes, longues et coûteuses.

**920.** La détermination de la réparation selon l'importance de la chance perdue peut s'accompagner d'une évaluation pragmatique et nuancée des préjudices des différents investisseurs. En effet, la situation individuelle de chacun d'entre eux peut s'avérer différente du point de vue de l'impact de la fausse information sur la décision d'investissement. La fixation de la chance est ainsi susceptible de différer entre un maigre pourcentage des fonds investis (par exemple pour un préjudice tenant à la conservation des titres) et un pourcentage élevé de ces fonds permettant ainsi une indemnisation proche de la différence entre le prix d'achat des titres et leur valeur après la révélation de la fraude.

D'ailleurs, certains auteurs estiment que dans des situations particulières, le préjudice pourrait correspondre à la différence entre le cours des titres avant puis après la révélation de la fausse information<sup>1155</sup>.

**921.** La jurisprudence française semble donc avoir récemment renforcé la responsabilité civile des administrateurs et des sociétés cotées en bourse en cas de diffusion d'une fausse information et avoir de ce fait facilité la réparation du préjudice que subissent les actionnaires du fait de la diffusion d'une fausse information.

Le préjudice des investisseurs peut donc être fixé en ayant recours à la notion de perte d'une chance. Un recours qui n'exclut pas l'attribution de dommages-intérêts considérables dans certaines circonstances. A cela s'ajoutent les sanctions pénales et administratives qu'encourent les contrevenants. Cette évolution de la jurisprudence, très favorable aux actionnaires, est sûrement de

---

<sup>1154</sup>La décision rendue aux États-Unis le 29 janvier 2010 dans l'affaire Vivendi a mis en exergue la méthode appliquée dans ce pays qui consiste à utiliser un logiciel intégrant différents paramètres pour déterminer ce que le cours de bourse aurait dû être si les informations trompeuses n'avaient pas été diffusées, la différence entre ce cours estimé et le cours constaté servant de base de calcul de l'indemnisation des actionnaires, **Rontchevsky (N)**, Op.cit. §11.

<sup>1155</sup> **Martin (D)**, Op.cit. p. 3.

nature à rendre les marchés boursiers français plus attrayants, pour les investisseurs, avec une justice plus encline à sauvegarder leurs droits et à leur assurer une indemnisation juste en cas de commission d'infractions boursières<sup>1156</sup>.

**922.** Il reste que la responsabilité d'une société cotée ne peut être retenue que si le demandeur établit l'existence d'un lien de causalité entre la faute et le dommage, conformément au droit commun.

Cette preuve est souvent difficile, car la faute imputée à la société peut se mélanger avec des éléments extérieurs à la société, à l'instar de la conjoncture économique. La caractérisation de ce lien revêt une part de subjectivité.

**923.** Ainsi, la Cour d'appel de Paris a, pour admettre l'existence d'un lien de causalité entre un communiqué véhiculant de fausses informations et la vente des titres (et donc pour retenir la privation d'une chance de les apporter, pour un prix supérieur, à la garantie de cours), retenu que la publication du communiqué avait bien provoqué la vente des titres, puisqu'il véhiculait « un message d'un pessimisme excessif sur les perspectives d'évolution du titre à court terme ». Cette interprétation, faite par les juges parisiens, de la portée du communiqué laisse comprendre la subjectivité de l'exercice<sup>1157</sup>.

Aussi, l'établissement du lien de causalité, peut résulter de la démonstration du fait que la diffusion d'informations inexactes avait été de nature à déterminer l'actionnaire dans sa volonté d'investir, en se portant acquéreur de titres de la société à un prix supérieur à leur valeur réelle.

**924.** C'est ce qu'a retenu la Cour de cassation dans l'affaire Eurodirect Marketing précédemment évoquée.

---

<sup>1156</sup> **Rontchevsky (N)**, Op.cit. §22.

<sup>1157</sup> **Dezeuze (E)**, Note sous C.A. Paris, 26 septembre 2003, no 2001/21885, Soulier et autre c/ SA Flammarion et autre, Op.cit. §9.

En l'occurrence, la société Eurodirect Marketing contestait l'existence de ce lien de causalité en faisant valoir que les acquisitions d'actions ont été effectuées après une période assez longue de la diffusion du communiqué fautif et que la revente des actions achetées est intervenue bien avant la publication de l'annonce des résultats. De même, la société a allégué que le communiqué litigieux n'a eu aucune incidence à la hausse sur l'évolution du cours.

**925.** Mais la Cour a écarté ces arguments. Elle a relevé que les plaignants acquéraient régulièrement des actions Eurodirect Marketing et que ces acquisitions se sont justement accentuées dans les 3 mois qui ont suivi la publication du communiqué et qu'il importe peu qu'aucun achat n'ait été effectué juste après la publication du communiqué litigieux. La Cour considère de même que le fait que les actions ont été revendues avant la publication par la société de ses résultats, n'a guère d'importance<sup>1158</sup>.

**926.** En fin de compte, à supposer que l'investisseur malheureux ait la possibilité d'établir les différents éléments nécessaires à la mise en cause de la responsabilité civile des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants, son action devrait se heurter à une difficulté d'ordre matériel liée au coût des procédures qu'il devra engager.

En effet, on peut noter que les actions en justice visant à réparer le préjudice subi par l'effet d'infractions boursières sont restées rares, que ce soit en France ou en Tunisie. A cette situation, on peut trouver une explication : le coût de la procédure est trop important pour un investisseur isolé. Une solution à cette problématique pourrait être trouvée en introduisant des mécanismes permettant les actions de groupe.

---

<sup>1158</sup> **De Vauplane (H) et Daigre (J-J)**, Note sous Cass. Com., 22 novembre 2005, Eurodirect Marketing c/ M Pfeiffer, Op.cit. p. 35.

## CHAPITRE III

### POUR L'INTRODUCTION DE MECANISMES PERMETTANT LES ACTIONS DE GROUPE

**927.** L'accès des petits épargnants à la justice civile peut être entravé non seulement par l'effet des obstacles juridiques sus mentionnés mais aussi par l'effet d'un accès difficile et couteux à la justice civile.

L'introduction en droits tunisien et français des class actions (actions de groupe) peut améliorer cette réalité. Cette notion inédite en droit tunisien nécessite d'être explicitée (**Section préliminaire**) afin de démontrer l'opportunité de l'introduction de ce mécanisme (**Section 1**) et d'établir que les défis pratiques et juridiques que poseraient une telle introduction sont tout à fait surmontables (**Section 2**).

#### SECTION PRELIMINAIRE

##### LA NOTION D'ACTION DE GROUPE

**928.** Le principe des class actions est né sous sa forme actuelle, aux Etats Unis en 1966. Avec pour but de simplifier l'accès à la justice pour des groupes très imposants de personnes ayant subi des préjudices, préjudice lourd de masse ou bien préjudice diffus parce que très faible mais largement répandu. Il s'agit, en substance, pour un demandeur de grouper en une seule action tous les recours qu'il aurait dû exercer contre un même défendeur. Elle peut être aussi bien exercée par des associations que par des individus. C'est un mécanisme en voie de grande expansion, qui a été adopté dans de nombreux

pays anglo-saxons, notamment en Australie, au Brésil, en Israël et au Canada<sup>1159</sup>.

**929.** Les infractions boursières peuvent constituer un terreau fertile favorable à la mise en place d'actions de groupe. En effet, ces infractions impliquent des préjudices individuels multiples. Des préjudices assez faibles la plupart du temps, s'ils sont considérés individuellement, mais dont le dénominateur commun est assez aisément déterminable compte tenu de la fongibilité des instruments financiers de même catégorie, marqués par une communauté d'origine, liée au comportement volontaire ou non d'auteurs déterminés. Pour ces infractions, l'institution d'une véritable action collective pourrait rendre des services précieux<sup>1160</sup>.

**930.** Il est à noter qu'il faut distinguer entre la class action et l'action en représentation conjointe. Elles diffèrent sensiblement dans leur nature car la class action ne requiert pas de mandat alors que les actions en représentation conjointe restent dépendantes de mandats, même tacites, de personnes identifiées<sup>1161</sup>.

**931.** Cette différence d'ordre technique explique dans une large mesure le succès des class actions aux États-Unis puisque « la personne concernée sera dans la classe sauf volonté exprimée en sens contraire (opt out), ce qui engendre des classes très nombreuses conférant un impact fort à l'action collective intentée, alors que le droit français de l'action en représentation conjointe suppose que la personne concernée soit d'accord pour être comptée

---

<sup>1159</sup> **Guiraud (A)**, « L'introduction en droit français des class actions, chapitre 1 Section 1 : L'expérience américaine. », L.P.A., 22 décembre 2005 n° 254, p. 6.

<sup>1160</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », Op.cit. p. 399.

<sup>1161</sup> **Cadiet (L) et Jeuland (E)**, « Droit judiciaire privé », Litec, 4<sup>e</sup> Ed., 2004, n° 492, p. 279 ; **Martin (R)**, « L'action en représentation conjointe des consommateurs », JCP 1994. I. 3756.

dans l'action (opt in), ce qui ne permet que la constitution de classes bien maigrettes, n'impressionnant guère l'entreprise défenderesse »<sup>1162</sup>.

**932.** La différence entre opt out et opt in est si fondamentale en pratique qu'il faut en conclure que pour l'instant le mécanisme de class action est bien étranger aux droits tunisien et français. Il s'agit d'un mécanisme « typiquement » américain<sup>1163</sup>.

Au milieu des années 1970, la protection judiciaire des intérêts collectifs était déjà un sujet de débats. Relayée par l'évolution consumériste et un mouvement de réflexion sur la place des actions collectives dans les sociétés modernes. Le droit comparé, a alors vu, deux procédés de défense des victimes de préjudices collectifs, émerger : la voie processuelle d'une procédure de droit commun applicable en toute matière et la voie d'une législation spécifique à la protection des consommateurs ou de certaines grandes causes par des associations agréées.

**933.** La France a opté pour une action en représentation des groupements de victimes par des associations agréées. Un mécanisme censé parer au risque de mercantilisme, rendre plus aisé la réalisation d'économies d'échelles et instituer une régulation des pratiques de certaines entreprises.<sup>1164</sup>

**934.** En Tunisie, la place accordée à de telles associations est particulièrement limitée et apparaît cantonnée au domaine de la protection du consommateur (L'organisation de défense du consommateur n'a pas le pouvoir d'ester en justice au nom des consommateurs). Aucun texte en matière boursière n'accorde un quelconque pouvoir à des associations de défense des droits des actionnaires.

---

<sup>1162</sup> **Frison-Roche (MA)**, « Les résistances mécaniques du système juridique français à accueillir la class action : obstacles et compatibilités », L.P.A., 10 juin 2005 n° 115, p. 22.

<sup>1163</sup> **Terré (F)**, « Rapport de synthèse », « L'opportunité d'une action de groupe en droit des sociétés? », coll. Ceprisca, 2004, p. 158.

<sup>1164</sup> **Le Bars (B)**, « Introduction en droit français d'une procédure d'action collective : quand la régulation se fait judiciaire », Bull. Joly Sociétés, 01 juillet 2005 n° 7, p. 811.

Pourtant, du fait de la nature des investisseurs opérant sur le marché boursier tunisien, ce problème devrait se poser avec acuité en Tunisie. Dans un marché où plus de la moitié des investisseurs disposent d'un portefeuille dont la valeur globale ne dépasse pas les cinq mille dinars<sup>1165</sup>, on est fondés à se demander si ces investisseurs pourraient ou voudraient intenter des actions en justice dont le coût pourrait dépasser le préjudice individuel subi par chacun d'entre eux, sachant que l'issue du procès demeure incertaine.

**935.** Le coût élevé des avocats spécialisés et des expertises qui risquent de s'imposer pourrait constituer un obstacle pour ces actionnaires dont la valeur de leur portefeuille d'actions demeure très faible.

Peut-on alors penser que l'importation de la class action puisse améliorer l'accès à la justice civile ? Cette action de groupe est-elle soluble dans les droits tunisien et français ?

**936.** Selon le professeur Frison-Roche<sup>1166</sup>, devant une perspective effective d'importation de ce mécanisme d'origine américaine, trois questions s'imposent. En premier lieu, il s'agit de se questionner sur l'opportunité de la réforme en elle-même, est-ce une bonne idée ?

En deuxième lieu, ce mécanisme sera-t-il accepté par les personnes directement concernées et au-delà par le corps social ?

En troisième lieu, le système juridique est-il techniquement apte à l'accueillir, l'insertion de la règle particulière peut-elle s'insérer sous le toit des principes généraux propres au système juridique ?

---

<sup>1165</sup>C'est ce qui ressort d'une étude intitulée « Le comportement de l'investisseur tunisien » réalisée par le CMF. Disponible sur [http://www.cmf.org.tn/pdf/publication\\_cmf/Etudes/comp\\_inves\\_tun.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/Etudes/comp_inves_tun.pdf)

<sup>1166</sup> **Frison-Roche (MA)**, «Les résistances mécaniques du système juridique français à accueillir la class action : obstacles et compatibilités », Op.cit. p. 22.

## SECTION I

### L'OPPORTUNITE DE L'IMPORTATION DES ACTIONS DE GROUPE

**937.** Il est indéniable que la class action n'est pas dénuée d'avantages. Là où le coût de l'action judiciaire individuelle serait trop lourd à supporter. La class action, permet aux victimes d'infractions boursières d'introduire une action de groupe visant de grandes entreprises ou organisations. En outre, La class action crée des pressions pour protéger les droits des actionnaires. Elle permet une utilisation plus efficace des tribunaux, de l'énergie des juges, du temps des avocats, etc. <sup>1167</sup>

**938.** Par contre, l'introduction de ce principe présenterait surement un bon nombre d'inconvénients pour les sociétés cotées. Des inconvénients qui font trembler les plus grandes multinationales rien qu'à l'évocation de l'expression « class action ». Des inconvénients qui font que la controverse à ce sujet bat son plein jusque dans le berceau américain de ce dispositif.

**939.** Ces inconvénients suffisent-ils pour faire de la class action un épouvantail ? L'action de groupe est-elle alors un rêve ou un cauchemar ou bien la class action est-elle tout simplement « un rêve et un cauchemar » ? Rêve « d'une union qui fait la force, celui d'un droit où les absents de la procédure n'auraient pas toujours tort, celui d'un justiciable agissant une fois pour toutes et pour tous »<sup>1168</sup>. Mais aussi un cauchemar : celui de l'importation d'un produit américain en droit tunisien et français, d'une greffe incompatible avec les principes processuels, voire constitutionnels des deux pays<sup>1169</sup>.

---

<sup>1167</sup> **White (T-J)**, « Genèse et évolutions récentes de la class action Dossier : La class action et ses conséquences sur le cours des affaires », L.P.A., 13 décembre 2007 n° 249, p. 7.

<sup>1168</sup> **Houtcieff (D)**, « Les class actions devant le juge français : rêve ou cauchemar ? », L.P.A., 10 juin 2005 n° 115, p. 42.

<sup>1169</sup> Ibid.

En tous cas, il est certain que ce mécanisme est de nature à mieux préserver les droits des actionnaires (**Paragraphe 1**). Alors qu'il paraît désavantageux pour les sociétés cotées (**Paragraphe 2**).

### **Paragraphe 1- Un mécanisme avantageux pour les actionnaires**

**940.** Les Etats-Unis constituent une terre favorable aux actions d'actionnaires voulant engager la responsabilité civile des sociétés cotées et de leurs dirigeants. Cela est dû à une spécificité de la procédure civile américaine qui autorise, sous contrôle du juge mais de manière relativement libérale, les personnes ayant subi un préjudice dont le fait générateur est identique à exercer une action de groupe<sup>1170</sup>.

**941.** Le terrain privilégié des « class actions » étant le droit boursier (mais aussi le droit de la consommation), il est intéressant de se poser la question de savoir si ce type d'action est de nature à préserver les intérêts des actionnaires ?

A cet égard, il semble que les effets positifs attendus d'une introduction éventuelle de l'action collective dans les systèmes juridiques français et tunisien seraient multiples. Des avantages qui ne seraient pas propres aux infractions boursières.

**942.** En premier lieu, la class action poursuit une finalité de facilitation de l'accès à la justice. En effet, « lorsqu'il est aux prises avec une réclamation modeste, le justiciable se voit, dans les faits, restreindre l'accès à l'appareil judiciaire »<sup>1171</sup>.

Car une victime seule a rarement les moyens de pourvoir aux frais d'un procès puis d'une expertise judiciaire. Dans ces situations, les préjudices

---

<sup>1170</sup> **Conac (P-H)**, « La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information », Bull. Joly Bourse, 01 mai 2007 n° 3, p. 358.

<sup>1171</sup> **Lafond (P-C)**, « Le recours collectif et le juge québécois : de l'inquiétude à la sérénité » : Actes du Colloque organisé par le Barreau de Paris, l'Université d'Évry et l'UFC-Que choisir ? le 18 novembre 2004, L.P.A., n° 115, 10 juin 2005, p. 11.

individuels subis sont multiples mais ont une seule et unique cause, liée à la faute d'un auteur unique. Et si ces situations se transforment en actions portées, de manière séparée et sans jonction des causes, à la connaissance des juridictions civiles, les risques de contradiction des décisions sont réels.

**943.** Et pour faire face à ces situations où le morcellement des préjudices fait que chaque préjudice, pris de manière individuelle, se révèle négligeable, en comparaison du coût d'un procès, le droit tunisien ne propose aucune solution.

**944.** En France, ces investisseurs malheureux peuvent compter sur le soutien apporté par les associations de défense des investisseurs, ou des actionnaires. Néanmoins, cet apport reste limité au vu des conditions restrictives qui régissent leur existence et leur maintien. En effet, les difficultés d'ordre matériel et financier que la représentation par mandat leur impose dans le cadre d'une action en représentation conjointe annihilent toute volonté d'initiative de leur part. Elles doivent établir chaque année des comptes qui sont approuvés par l'assemblée des adhérents<sup>1172</sup>. Elles peuvent, depuis la loi du 1er août 2003, solliciter des actionnaires un mandat pour agir en leur nom, sur autorisation du juge. Mais, aucune action n'a été intentée sur ce fondement par une association<sup>1173</sup>. Démontrant ainsi que ce régime de l'action collective fondé uniquement sur les associations ne semble plus convaincant en France<sup>1174</sup>.

**945.** L'introduction de la class action peut apporter des réponses à ces situations potentiellement contentieuses qui peuvent très bien ne pas parvenir

---

<sup>1172</sup> Article L. 452-2, al. 4 du code monétaire et financier.

<sup>1173</sup> **Magnier (V)**, « Information boursière et préjudice des investisseurs », Op.cit. p. 558.

<sup>1174</sup> Par ailleurs, le TGI de Paris a estimé qu'une association de défense d'actionnaires non agréée n'a pas qualité pour agir en référé aux fins d'obtenir que le juge ordonne aux banques d'informer individuellement leurs clients victimes de préjudices financiers, d'une action en réparation que l'association prétend engager à leur place. « Cette décision illustre la difficulté qu'ont les associations d'actionnaires à agir en réparation de petits préjudices subis par de nombreux individus en l'absence d'une action de groupe légalement consacrée en droit national », **Rougeau-Mauger (C)**, Note sous TGI Paris, 15 juill. 2011, n° 11/55038, Assoc. Les petits porteurs de Vivendi c/ SA BNP Paribas, SA Société Générale, SA Crédit industriel et commercial et SA Caisse d'Épargne et de prévoyance Île de France, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2012 n° 1, p. 33.

à la connaissance des magistrats civils à cause d'obstacles liés à des questions de coûts et de difficultés de preuve.

**946.** D'ailleurs, dans ce genre de situation, les victimes voulant obtenir réparation ont souvent recours à la « plainte contre X » avec constitution de partie civile. Elles entendent ainsi, se décharger du fardeau de la preuve sur le magistrat chargé de l'instruction. C'est alors au juge pénal, d'instruire l'affaire et de fournir des preuves aux frais du contribuable alors que l'objectif véritable des demandeurs est souvent indemnitaire. La voie pénale est ainsi instrumentalisée et l'institution pénale détournée de son objet premier<sup>1175</sup>. Cette inclusion serait à même de réduire la pénalisation du cours de ces affaires.

**947.** Une action de groupe, permettrait alors de faciliter la course d'obstacles à laquelle est confrontée la victime des infractions boursières : coût des procédures, difficulté de connaître l'étendue de leurs droits en présence d'un système procédural peu accessible, inflation des normes et des règles régissant le marché boursier. Autant d'éléments capables de dissuader la plus coriace des victimes d'agir en justice. L'action de groupe permettant de la sorte de lutter contre « une forme d'ineffectivité de la loi »<sup>1176</sup>.

**948.** Ensuite, l'instauration en droits tunisien et français d'une véritable action de groupe peut apporter une amélioration sensible au fonctionnement de la justice. Cette introduction permettrait le regroupement de petits contentieux ayant une origine commune et affaiblirait le risque de se retrouver face à des jugements divergents ou contradictoires.

Par exemple, une seule fausse information pourrait avoir des effets néfastes sur des centaines, voir des milliers d'actionnaires tout en ayant pour fait générateur du dommage une seule et même décision prise par les dirigeants de la même société.

---

<sup>1175</sup> **Magnier (V)**, Op.cit. n°41.

<sup>1176</sup> **Belloc (Ch)**, « Pour une class action à la française », Les Échos, 29 avril 2005.

**949.** Enfin, l'action de groupe est un moyen de réguler le marché. Il permet de donner aux actionnaires plus de poids et de pouvoirs dans le dialogue avec les sociétés cotées en bourse. Surtout pour les victimes d'infractions boursières, tant on est loin de l'égalité des armes entre les sociétés cotées en bourse, leurs dirigeants et les professionnels intervenant dans les opérations de marché, d'une part, et des épargnants dont le préjudice est trop modeste pour qu'ils supportent seuls les frais d'une procédure judiciaire, et d'une expertise judiciaire, d'autre part.

**950.** L'introduction de ce mécanisme permettrait alors de sortir de l'état de quasi impunité dans lequel s'inscrivent certains émetteurs (surtout sur le marché financier tunisien), dès lors que les préjudices sont infimes à l'échelle individuelle. Car souvent le litige n'est jamais porté à la connaissance du juge. Il n'est pas amené à faire respecter la loi et à inciter les auteurs des pratiques critiquables à modifier leur comportement<sup>1177</sup>.

**951.** Cette admission permettrait de disposer de solutions procédurales efficaces permettant une véritable régulation des pratiques contraires à la réglementation boursière par le juge, faute de régulation efficace par le marché.

Au final, l'adoption de la Class action semble être un mécanisme intéressant capable de renforcer les droits des actionnaires et d'obliger les sociétés et leurs dirigeants à mieux prendre en compte les droits des investisseurs<sup>1178</sup>.

La possibilité de mener des actions de groupe aurait ainsi un effet bénéfique supplémentaire, en poussant les émetteurs et leurs dirigeants à plus de vertu. Car la crainte de « la première des sanctions, la plus juste, la plus utile et la plus efficace »<sup>1179</sup>, celle de se voir contraints de réparer l'entier préjudice qu'ils

---

<sup>1177</sup> **Le Bars (B)**, « Introduction en droit français d'une procédure d'action collective : quand la régulation se fait judiciaire », Op.cit. p. 811.

<sup>1178</sup> Ibid.

<sup>1179</sup> **Bonifassi (S)**, « L'accès au juge pour l'épargnant », L.P.A., n° 152, 31 juill. 2003, pp. 40-41.

causent les incitera à plus de vigilance. Avec pour plus grand bénéficiaire, les investisseurs.<sup>1180</sup>

Reste à identifier l'impact que pourrait avoir une telle introduction sur les sociétés cotées en bourse.

## **Paragraphe 2- Un épouvantail pour les sociétés cotées ?**

**952.** Le mécanisme de la Class action recèle plusieurs inconvénients qui font qu'il est très controversé jusque dans son berceau américain. Et malgré son expansion à plusieurs autres pays, on ne recense aucun débat en Tunisie à ce sujet. Par contre, le débat demeure vif en France sur l'opportunité de son introduction. Entre partisans et détracteurs, il est difficile de s'y retrouver.

Les adversaires de l'action de groupe, s'offusquent de son importation et estiment qu'elle ne fait du bien ni à l'entreprise ni aux petits porteurs et que la seule catégorie qu'elles nourrissent, ce sont les avocats.

**953.** Ces détracteurs, même s'ils reconnaissent l'efficacité d'une telle procédure, en redoutent les excès, signalés dans les terres d'origine de la procédure aux Etats Unis d'Amérique<sup>1181</sup>. Des excès qu'il faut reconnaître : « phénomène de l'« Ambulance Chasing », effet de « deep pocket », les honoraires des avocats, la médiatisation négative « Defearant effect », la tendance à la transaction automatique, la déperdition des dommages et intérêts, la responsabilité de l'introduction d'une instance, etc... »<sup>1182</sup>.

**954.** Aussi, la plupart des actions de groupe intentées devant les tribunaux des États-Unis ont vu une surveillance insuffisante des procédures de litige et des jugements proposés. La direction des class actions demeure totalement

---

<sup>1180</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », Op.cit. p. 39.

<sup>1181</sup> **Magnier (V)**, Op.cit. p.558.

<sup>1182</sup> **Mainguy (D)**, « L'introduction en droit français des class actions, chapitre 3 : Les dérives probables et les techniques permettant de les éviter », LP.A., 22 décembre 2005 n° 254, p. 6.

entre les mains des avocats qui ne consultent pas réellement les plaignants, au vu de leur multiplicité et de leur éparpillement géographique.

Les avocats sillonnent les tribunaux à la recherche des juridictions les plus sympathiques et cherchent les juges les mieux disposés à accueillir les intentions des plaignants. Ces avocats, perçoivent en outre plus d'honoraires que les plaignants ne reçoivent de compensations.

**955.** D'ailleurs, la plupart des litiges seraient accaparés par des cabinets spécialisés, transformés en procureurs privés, aux scrupules peu développés.

Aussi, la majorité écrasante des litiges aboutissent à des transactions qui ne satisfont aucune des parties concernées. La justice ne s'en sort pas grandie, car le but originel de la class action, qui est de permettre l'accès à la justice au plus grand nombre possible de victimes, ne se retrouve pas réalisé<sup>1183</sup>.

**956.** Ceci étant dit, les dérives américaines ont peu de chances de survenir que ce soit en Tunisie ou en France. En effet, aux Etats-Unis le défi principal consiste en la limitation des acrobaties des avocats américains, qui peuvent utiliser les class actions à mauvais escient et ainsi mettre à mal l'économie<sup>1184</sup>.

Limiter les acrobaties des avocats, ne devrait pas poser de grands problèmes ni en Tunisie ni en France. Car grâce aux législations déjà en vigueur dans ces deux pays, les dérives mercantilistes américaines ont peu de chance de se produire.

**957.** En premier lieu, la pratique du démarchage : « Ambulance Chasing » où par intérêt pécuniaire, un avocat prend la peine d'inciter des victimes

---

<sup>1183</sup> **Magnier (V)**, Op.cit. p. 558

<sup>1184</sup> **White (T-J)**, « La gouvernance d'entreprise en France après la loi Sarbanes-Oxley », L.P.A., 13 décembre 2007 n° 249, p. 41.

potentielles à rejoindre le groupe des plaignants de manière à gonfler l'indemnisation globale, et par la même occasion sa rémunération<sup>1185</sup>.

En France, la profession d'avocat est particulièrement encadrée. Cette profession est soumise à un Code de déontologie rigoureux qui leur interdit de procéder à toute publicité et la pratique de démarchage des victimes est expressément interdite par l'article 161 de la loi du 27 novembre 1991.

Il en est de même en Tunisie, où les lois régissant la pratique de la profession d'avocat interdisent à l'avocat tunisien la pratique du démarchage et de la publicité.

**958.** D'autre part, la class action est souvent décriée pour ses excès : en cause son mode de calcul. En effet, aux Etats Unis, la pratique veut que les avocats contractent souvent des conventions de résultat. Et dans le cadre d'une class action, le montant des indemnisations accordées aux victimes peut atteindre des sommes vertigineuses, ce qui fait que la rémunération des avocats peut se chiffrer en des montants réellement indécents (Le record serait d'environ 150.000.000 €).

**959.** Ces abus, ont tout de même, moins de chances de se reproduire que ce soit en France ou en Tunisie. En France, les honoraires des avocats ne sont pas totalement libres. D'une part, la déontologie exige une part fixe de rémunération. Elle interdit la convention de résultat proprement dite et n'autorise que la notion d'« honoraire complémentaire ». D'autre part, ces honoraires peuvent être réduits sur intervention du juge. La Cour de cassation<sup>1186</sup> a admis, sur la base de l'article 1134 du Code civil, que le juge

---

<sup>1185</sup> **Mainguy (D)**, « L'introduction en droit français des class actions, chapitre 3 : Les dérivés probables et les techniques permettant de les éviter », Op.cit. p.6.

<sup>1186</sup> Cass. civ. 1<sup>re</sup>, 3 mars 1998, Bull. civ. I, n° 85.

avait le droit d'évaluer le travail fourni afin de réduire le montant des honoraires en cas d'abus<sup>1187</sup>.

**960.** La même situation prévaut en Tunisie où les honoraires des avocats ne sont pas, non plus, totalement libres. Le récent décret-loi n°97 daté du 20 août 2011 précise dans son article 38 que les honoraires de l'avocat sont fixés et évalués en vertu d'un accord préalable entre l'avocat et son client sur la base de la nature du service, de la durée du service, de son importance, de l'expérience de l'avocat et de son ancienneté, de l'effort fourni et du résultat qu'il a pu obtenir.

Un accord écrit entre les deux parties peut prévoir l'octroi à l'avocat d'un pourcentage du résultat obtenu. Ce pourcentage reste néanmoins encadré et plafonné à 20%.

D'ailleurs, en cas de conflit sur la détermination de ces honoraires, c'est au président de la section régionale d'avocats compétente de se prononcer sur l'évaluation de ces honoraires. La décision du président de section doit recevoir exequatur de la part du président du tribunal de première instance compétent<sup>1188</sup>.

**961.** Mais la question des honoraires des avocats demeure une question centrale dans le cadre des class actions. Une procédure de class action est, en effet, très onéreuse et est en totalité supportée par les avocats. De sorte, que la question de permettre aux avocats de facturer de justes honoraires est primordiale si on veut que le mécanisme de la class action fonctionne. La solution retenue par le droit tunisien qui plafonne les pourcentages des indemnisations, que les avocats sont en droit de percevoir à 20% serait une bonne solution à retenir en droit français.

---

<sup>1187</sup>Mainguy (D), « L'introduction en droit français des class actions », Petites affiches, 22 décembre 2005 n° 254, p. 6 §78 et 79.

<sup>1188</sup> Article 39 du décret-loi n°97 daté du 20 août 2011.

**962.** Au vu de ce qui précède, introduire un tel mécanisme tout en l'encadrant de manière précise se révélerait très utile dans le cadre de l'amélioration de la sécurité, de l'intégrité et de la transparence des marchés boursiers. Car face au risque de voir leur responsabilité retenue plus souvent, les sociétés cotées en bourse se verraient dans l'obligation de se conformer à une rigueur plus grande, renforçant ainsi la transparence des marchés.

**963.** Ce mécanisme se révélerait, en outre, d'une aide précieuse pour la réalisation d'une protection plus efficace des intérêts d'investisseurs qui auraient en leur possession une arme efficace, leur permettant sans avancer les frais d'une procédure chère d'obtenir réparation de leur préjudice individuel.

Cette introduction permettrait ainsi de restaurer la confiance des investisseurs dans les marchés financiers tunisien et français.

Dans ces conditions, refuser d'adopter l'action de groupe ne peut que refléter « une certaine défiance vis-à-vis de la loi et du juge »<sup>1189</sup>.

**964.** Néanmoins, l'action de groupe pose un problème. Car la question qui subsiste est celle de savoir qui va supporter le poids de l'indemnisation en cas de succès de la class action ?

En effet, en pratique souvent c'est à une classe d'actionnaires qu'incombera l'indemnisation d'une autre classe d'actionnaires. Ce cas de figure se vérifie quand c'est la société qui est poursuivie. La class action, en pareille hypothèse n'a pour effet que de transférer le préjudice des actionnaires qui ont subi un dommage dans le passé sur les actionnaires qui seront là à la fin du litige.

---

<sup>1189</sup> **Belloc (Ch)**, Op.cit.

Un tel transfert est surement de nature à diminuer l'efficacité de ce dispositif. Ce faisant, les dirigeants ne sont pas dissuadés, et la communauté des actionnaires subit un préjudice.

**965.** Il faudrait peut-être alors, comme le propose un auteur, limiter l'utilisation de ces plaintes collectives, au cas où le payeur final n'est pas la société elle-même. Par exemple lorsque la responsabilité du préjudice est imputable à une société extérieure, notamment la société-mère. Certains y voient d'ailleurs un moyen efficace d'assainir les relations mère-filiales.<sup>1190</sup> Ou encore moduler le montant de l'indemnisation afin qu'elle ne menace pas la pérennité de l'entreprise ni ne porte gravement atteinte à ses actionnaires.

Une fois tranchée la question de l'opportunité de l'introduction de l'action de groupe, des doutes concernant l'adéquation de la class action à des droits de tradition romaine ne manqueront pas de se poser avec acuité. La Class action est-elle compatible avec les principes fondamentaux des droits tunisien et français ?

---

<sup>1190</sup> **Magnier (V)**, « Les class actions d'investisseurs en produits financiers », L.P.A, 10 juin 2005 n° 115, p. 33.

## SECTION II

### UNE INTRODUCTION POSSIBLE EN DROITS TUNISIEN ET FRANCAIS

**966.** Attendue et redoutée, la réforme visant l'introduction de la class action revient régulièrement sur le devant de la scène en France. Et ce depuis plus d'une vingtaine d'années sans qu'elle ne dépasse jamais le stade du projet de loi. Faisant dire à un auteur que «la question de l'instauration d'une class action ou d'une action de groupe en droit français est telle le mythe de Sisyphe »<sup>1191</sup>.

**967.** L'introduction de ce mécanisme a été l'objet d'âpres discussions en France qui ont amené le président de la république française de l'époque, Jacques Chirac, à vouloir introduire en droit français, une action de groupe, sur le modèle de la class action américaine.

Dans ce dessein, un groupe de travail a été constitué en 2005. Avec pour mission d'introduire, des actions de groupe en droit français qui respectent l'équilibre suivant : « stimuler le dynamisme commercial sans le paralyser ».

**968.** Contenant des réflexions sur les modes alternatifs de règlement des litiges et sur la sanction des recours abusifs, ce rapport avait pour lignes directrices de : favoriser l'accès de la justice au plus grand nombre, simplifier les procédures, afin d'éviter des procédures complexes qui bénéficieraient aux avocats plus qu'aux justiciables et privilégier le droit civil au droit pénal en matière économique ce qui participe de la volonté du gouvernement français de dépenaliser le droit des affaires<sup>1192</sup>.

---

<sup>1191</sup> **Du Chastel (A) et Martinet (L)**, « Du retour de l'action de groupe et du mythe de Sisyphe », L.P.A, 10 mars 2009 n° 49, p. 6.

<sup>1192</sup> **Mainguy (D)**, « L'introduction en droit français des class actions », Op.cit. p 6.

**969.** Les raisons pour lesquelles cette réforme est morte née demeurent floues. Même si la presse économique pense que c'est la farouche hostilité des entreprises françaises qui est derrière cet abandon<sup>1193</sup>.

L'introduction d'une action de groupe a été de nouveau discutée au Sénat français ces derniers mois. Suscitant néanmoins la désapprobation du ministre français du commerce qui avait estimé dans une réponse ministérielle que l'amélioration des procédures de traitement des contentieux de consommation ne passe pas, dans un contexte de sortie de crise économique, par l'introduction d'une action collective en réparation, mais par l'amélioration des voies de recours déjà existantes et par le développement des procédures de résolution amiable des litiges, notamment la médiation<sup>1194</sup>.

**970.** Par contre, à notre connaissance, l'introduction en droit tunisien des actions de groupe n'a pas fait l'objet de débats. Cette étude peut, de ce fait, contribuer à faire connaître l'opportunité de son introduction et la perméabilité du droit tunisien à ce mécanisme.

En effet, les détracteurs de l'importation des actions de groupe en droit français avancent qu'introduire ce genre d'actions se heurte à plusieurs obstacles d'ordre juridique. Il sied donc de démontrer que ce mécanisme est tout à fait soluble en droits tunisien et français.

**971.** L'étude minutieuse de cette compatibilité laisse apparaître plusieurs points d'achoppements sur lesquels il conviendrait de se pencher. Ces points sont la prohibition des arrêts de règlement (**Paragraphe 1**), l'autorité relative de la chose jugée (**Paragraphe 2**) et le vieil adage qui court en France, depuis des siècles et qui veut que « nul ne plaide par procureur » (**Paragraphe 3**).

---

<sup>1193</sup> **Cabrilac (S)**, « Pour l'introduction de la class action en droit français », L.P.A., 18 août 2006 n° 165, p. 4.

<sup>1194</sup> L'introduction d'une action de groupe est de nouveau discutée Commission des lois, Sénat : Communiqué 6 déc. 2011 Rép. min. Commerce n° 119071 : JOAN 29 nov. 2011, p. 12509, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2012 n° 1, p. 47.

## Paragraphe 1- La prohibition des arrêts de règlement

**972.** L'article 5 du Code civil français défend aux juges « de se prononcer par voie de disposition générale et réglementaire sur les causes qui leur sont soumises », interdiction que la doctrine française a pris l'habitude de désigner sous l'appellation : « prohibition des arrêts de règlement ».

En l'absence d'une disposition similaire aux articles 4 et 5 du Code civil français, ce principe est dépourvu de tout fondement législatif en droit tunisien<sup>1195</sup>. Néanmoins, ce principe peut être déduit du principe de séparation des pouvoirs consacré par la constitution du 1<sup>er</sup> juin 1959<sup>1196</sup>. Le Conseil constitutionnel<sup>1197</sup> considère parmi les implications du principe de séparation des pouvoirs le fait que « tout pouvoir exerce les prérogatives lui revenant en vertu de la constitution »<sup>1198</sup>.

De ce fait, en vertu du principe de séparation des pouvoirs, le juge ne peut exercer aucun pouvoir normatif. Celui-ci doit se contenter de résoudre les litiges qui lui sont soumis en conformément aux dispositions législatives en vigueur. Les arrêts de règlement lui sont interdits.

**973.** Ce principe pourrait être considéré comme un obstacle à l'introduction de la class action dans le système juridique français ou tunisien dans la mesure où la class action deviendrait, par le rôle qu'elle confère au juge, un instrument d'action politique au profit des groupes de pressions, contraire à l'article 5 du Code civil, de valeur supra législative.

---

<sup>1195</sup> **Nouri (Z)**, « Le contrat et le recours pour excès de pouvoir », thèse de doctorat, faculté de droit et de science politique de Tunis, 2012.

<sup>1196</sup> Le Conseil Constitutionnel estime qu' « Attendu que la Constitution a consacré le principe de séparation des pouvoirs. Cette consécration peut être déduite surtout du préambule de la constitution... », Avis n°2-2007 daté du 24 janvier 2007, à propos du projet de loi relatif à la promulgation du code des douanes, JORT n°47 du 10 juin 2008 p 2153.

<sup>1197</sup> Avis n°22-2009 daté du 27 mai 2009 à propos du commerce de distribution JORT n°65 daté du 14 aout 2009 p. 2906.

<sup>1198</sup> **أحمد بوعون**, "آراء المجلس الدستوري"، منشورات الاطرش للكتاب المختص تونس 2010 ص76.

En effet, en France une lecture politique de celui-ci le considère comme la poursuite de la séparation des pouvoirs scellée dans la loi des 16 et 24 août 1970, dont l'article 12 liait la prohibition des arrêts de règlement et la solution du référé législatif assurant la suprématie du législateur jusque dans l'interprétation de la loi, offrant alors une voie de critique d'un tel mécanisme devant le Conseil constitutionnel<sup>1199</sup>. Celui-ci pourrait cependant admettre la class action en observant que le jugement obtenu ne concerne que le groupe des personnes concernées et non pas l'ensemble des sujets de droit, le jugement ne modifiant donc pas les règles objectives du système juridique. Cependant, pour certains auteurs, le risque existe de voir le Conseil constitutionnel estimer que la décision de justice, en visant un type de personnes concernées, par exemple une victime abstraitement décrite d'un comportement dommageable, modifie l'ordonnement juridique de telle façon à émerger du cas particulier et à empiéter sur le pouvoir législatif.<sup>1200</sup>

**974.** Mais, il est peu probable que cette prohibition entrave l'importation des class action. Celle-ci n'apparaît tout simplement pas comme un arrêt de règlement. Pour le professeur Frison-Roche, la définition de l'arrêt de règlement<sup>1201</sup> n'englobe pas la class action car la décision consécutive à une class action ne joue pas pour les situations à venir. Il s'agit d'un acte juridictionnel qui apure le passé, qui fait les comptes du passé, certes à l'égard de multiples et anonymes personnes mais en n'ayant d'effet que sur des situations déjà passées.

**975.** Il n'est donc finalement pas nécessaire que la prohibition des arrêts de règlement soit vaincue, en ce qu'elle serait déclarée sous un motif ou un autre

---

<sup>1199</sup> **Frison-Roche (MA)**, « Les résistances mécaniques du système juridique français à accueillir la class action : obstacles et compatibilités », Op.cit. n°11.

<sup>1200</sup> **Bénichoux (J-D), Khayat (Y)**, « L'introduction en droit français des class actions », L.P.A., 22 décembre 2005 n° 254, p. 6.

<sup>1201</sup> Celui-ci est considéré comme un arrêt qui lie non seulement d'autres personnes que les parties identifiées à l'instance particulière mais aussi choisit une solution qui vaut pour l'avenir puisque celle-ci sera obligatoirement reprise pour des cas ultérieurs.

compatible avec la Constitution, pour que la class action soit insérée dans le système français.

**976.** De même, le mécanisme de la class action n'aboutit pas à un arrêt de règlement, « mettant alors hors-jeu l'article 5 du Code civil et le principe de séparation des pouvoirs »<sup>1202</sup>.

D'ailleurs, un auteur<sup>1203</sup> estime que même en admettant que la class action entre dans le domaine de la prohibition, il apparaît que cela ne peut constituer aujourd'hui un obstacle prohibitif. Car une telle prise de position ne pourrait être perçue que comme relevant de « l'hypocrisie ». Elle occulterait le rôle actuel de la jurisprudence dans l'élaboration du droit positif. En effet, il faut bien admettre l'influence des « arrêts de principe »<sup>1204</sup>.

**977.** Aussi, cette prohibition n'a jamais empêché la constitution d'une jurisprudence : certes, la jurisprudence n'a assurément pas la même nature que les arrêts de règlement, mais il n'empêche que juridictions et avocats sont généralement sensibles à une jurisprudence constante de la Cour de cassation. La constitution d'une jurisprudence est d'ailleurs parfois vivement souhaitée voir des fois provoquée. Il en est ainsi, notamment dans le cadre des procédures de saisine pour avis des cours suprêmes.<sup>1205</sup>

**978.** Et même, si la solution dégagée par ces arrêts n'a pas de force obligatoire intrinsèque, et que sa continuation n'est due qu'à la reprise d'une argumentation convaincante. Cet argument n'a qu'un caractère « académique », « le résultat étant le même pour les personnes concernées ».

---

<sup>1202</sup> **Frison-Roche (MA)**, Op.cit. n°14.

<sup>1203</sup> **Cabrillac (S)**, « Pour l'introduction de la class action en droit français », Op.cit. n°11.

<sup>1204</sup> Ibid.

<sup>1205</sup> **Houtcieff (D)**, « Les class actions devant le juge français : rêve ou cauchemar ? », Op.cit. p. 42.

De ce fait, la prohibition étant déjà « discrètement mais massivement contournée », elle ne pourrait être invoquée pour contester l'introduction de la class action<sup>1206</sup>.

En définitive, on peut avancer que la prohibition des arrêts de règlement ne peut être valablement arguée pour « barrer la route à l'introduction de la class action »<sup>1207</sup>.

Un autre obstacle se dresse alors sur la voie de l'adoption de la class action : il s'agit de l'autorité relative de la chose jugée.

## **Paragraphe 2 - L'autorité relative de la chose jugée**

**979.** L'autorité relative de la chose jugée est un principe consacré en Tunisie par l'article 481<sup>1208</sup> du code des obligations et des contrats.

Le principe est le même en France et il est consacré par l'article 1351 du Code civil français<sup>1209</sup>.

À l'instar du contrat, la décision de justice ne pourrait concerner une personne que si celle-ci a été partie à l'instance. Autrement dit, pour qu'un jugement

---

<sup>1206</sup> **Cabrillac (S)**, Op.cit. n°11.

<sup>1207</sup> Ibid.

<sup>1208</sup> Selon l'article 481 du COC : « L'autorité de la chose jugée ne s'attache qu'au dispositif du jugement, et n'a lieu qu'à l'égard de ce qui en fait l'objet ou de ce qui en est une conséquence nécessaire et directe. Il faut :

- 1) que la chose demandée soit la même ;
- 2) que la demande soit fondée sur la même cause ;
- 3) que la demande soit entre les mêmes parties et formée par elles et contre elles en la même qualité.

Sont considérés comme parties; les héritiers et ayants cause des parties qui ont figuré à l'instance, lorsqu'ils exercent les droits de leurs auteurs, sauf le cas de dol et de collusion. »

<sup>1209</sup> « L'autorité de la chose jugée n'a lieu qu'à l'égard de ce qui a fait l'objet du jugement. Il faut que la chose demandée soit la même ; que la demande soit fondée sur la même cause ; que la demande soit entre les mêmes parties, et formée par elles et contre elles en la même qualité ».

puisse avoir un effet sur la situation d'une personne, il faut que celle-ci ait été partie à l'instance.

**980.** Il s'agit là d'une affirmation qui contredit l'essence même de la class action qui peut être mise en œuvre sans que la volonté des personnes concernées ait été nécessairement recueillie.<sup>1210</sup>

Une telle affirmation condamne irrémédiablement la class action qui peut être mise en œuvre sans que la volonté des personnes concernées ait été nécessairement recueillie.

Ceci paraît donc exclure toute class action dès l'instant où la volonté des personnes n'est plus requise et que leur volonté ne serait sollicitée que pour n'être pas intégrées dans le groupe. Ce principe pourrait donc constituer « le véritable problème »<sup>1211</sup>.

**981.** Toutefois, cette conclusion doit être tempérée, car « le concept de l'autorité de la chose jugée est ici perverti par une acception contractuelle du vocabulaire employé »<sup>1212</sup>.

En réalité, la règle de l'autorité relative de la chose jugée ne s'oppose pas à l'introduction de la class action. L'autorité de la chose jugée « traduit l'effet extinctif du jugement »<sup>1213</sup>. Cette règle n'a que pour seul effet, tant que le jugement n'a pas acquis force de chose jugée<sup>1214</sup>(notion distincte), que la partie qui est partie au jugement ne puisse de nouveau saisir un juge du premier niveau pour lui soumettre le même cas contre la même personne. Le

---

<sup>1210</sup> **Cabrillac (S)**, « Pour l'introduction de La class action en droit français », Op.cit. p. 4.

<sup>1211</sup> **Frison-Roche (MA)**, « Les résistances mécaniques du système juridique français à accueillir la class action : obstacles et compatibilités », Op.cit. p. 22.

<sup>1212</sup> **Cabrillac (S)**, Op. cit. p. 4.

<sup>1213</sup> **Cadiet (L) et Jouland (E)**, « Droit judiciaire privé », Litec, 2004, 4<sup>e</sup> Ed., n° 1102.

<sup>1214</sup> Il s'agit de l'impossibilité de remettre en cause le point tranché, sauf par l'exercice d'une voie de recours : « Ce qui donne au jugement sa pleine valeur (...), ce n'est pas d'être conforme à la vérité absolue, c'est d'être revêtu par l'État d'une force particulière qui interdit de le remettre en question, parce qu'il faut une fin aux litiges (...). Le litige (dès lors que les voies de recours sont épuisées) est vidé, tranché une fois pour toutes, ce qui garantit stabilité, sécurité et paix entre les hommes ». **Carbonnier (J)**, « Droit civil 1 », Introduction, PUF, n<sup>os</sup> 190.

seul mode de protestation juridiquement admissible est l'exercice des voies de recours. Ainsi, ce dont l'autorité de la chose jugée prive la partie, c'est d'un nouvel exercice du droit d'action, qui est épuisé dans l'instance. La relativité de l'autorité de la chose jugée fait que le droit d'agir devant un juge de premier niveau demeure intact pour la personne qui n'a pas manifesté sa volonté d'être dans l'instance<sup>1215</sup>. C'est d'ailleurs ce que confirme la Cour de cassation tunisienne qui affirme que l'application de l'article 168 du CPCC fait que toute personne n'ayant pas été appelée dans une instance peut former tierce opposition au jugement qui porte préjudice à ses droits<sup>1216</sup>.

**982.** Il apparaît ainsi que l'autorité relative de la chose jugée ne s'oppose pas à l'introduction du mécanisme de la class action.

En effet, le jugement issu de la class action, a certes une portée générale. Mais il n'entrave en aucun cas le droit de la victime appartenant au groupe de personnes visées, sans avoir exprimé sa volonté d'y figurer, d'intenter pour les mêmes faits une action en justice pour son compte propre, au cas où le contenu de la décision résultant de la class action ne lui sied pas. En d'autres termes, la victime peut déclencher le bénéfice de l'effet de la décision si elle la satisfait mais garde un plein droit d'action. La décision résultant de la class action oblige le défendeur à l'égard de toutes les personnes de la classe, mais n'élimine pas le droit individuel d'action, « ce qui est le seul objet de l'autorité de la chose jugée »<sup>1217</sup>.

### **Paragraphe 3 - L'adage «Nul ne plaide par procureur »**

**983.** Le droit français est resté depuis fort longtemps hostile à l'action collective. La règle voulant que « nul ne plaide par procureur », est la manifestation la plus célèbre de cette hostilité.

---

<sup>1215</sup> **Frison-Roche (MA)**, Op.cit. p. 22.

<sup>1216</sup> Cassation civile n°30370 du 17 mars 1992, n°36820 du 24 juin 1993, **Guigua (J) et Jebali (M)**, « Code de procédure civile et commerciale annoté » p. 129.

<sup>1217</sup> **Frison-Roche (MA)**, Op.cit. n°18.

Cette maxime, née de causes politiques, trouverait son origine en 1528. Elle a survécu à la révolution française en perdant son sens premier pour ne devenir qu'une simple règle technique destinée à permettre à un plaideur de connaître son adversaire<sup>1218</sup>.

**984.** L'adage a aujourd'hui pour signification que « nul ne peut se faire représenter par un mandataire qui figurerait seul dans l'instance, que le mandant doit toujours être en nom dans les actes de procédure et les jugements »<sup>1219</sup>.

Ainsi, la partie à l'instance ne peut être dissimulée sous le couvert de son mandataire, elle doit toujours être nominativement identifiée dans les actes de procédure et les décisions de justice comme le rappelle la lettre de l'article 411<sup>1220</sup> du Code de procédure civile<sup>1221</sup>.

**985.** L'adage exige une autorisation expresse de la personne représentée. Une exigence qui répond à la nécessité de transparence du procès<sup>1222</sup>.

« Cette règle heurte le mécanisme de la class action, créant deux points de contact douloureux »<sup>1223</sup>:

D'une part, dans la class action les demandeurs, membres de la classe, ne sont pas nommés dans la procédure. De plus, la personne qui a reçu qualité de mener l'action ne peut pas se prévaloir d'un droit substantiel à l'encontre du défendeur.

---

<sup>1218</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », Op.cit. p. 399.

<sup>1219</sup> **Roland (H) et Boyer (L)**, « Locutions latines du droit français », Litec, 4<sup>e</sup> Ed. 1998, p. 551.

<sup>1220</sup> Article 411 du Code de procédure civile : « le mandat de représentation en justice emporte pouvoir et devoir d'accomplir au nom du mandant tous les actes de procédure ». L'article 59 du nouveau Code de procédure civile rappelle aussi l'obligation pour le défendeur de faire connaître son nom, à peine d'irrecevabilité de sa défense.

<sup>1221</sup> **Du Chastel (A) et Martinet (L)**, « Du retour de l'action de groupe et du mythe de Sisyphe », Op.cit. p. 6.

<sup>1222</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », Op.cit. p. 399 §55.

<sup>1223</sup> **Cabrillac (S)**, Op.cit. §17.

**986.** Même si cet adage peut paraître comme un sérieux obstacle à l'adoption de la class action, cette problématique peut cependant être dépassée de plusieurs façons.

En effet, la doctrine s'attache à démontrer que cette maxime n'a que peu d'importance et ne peut s'opposer à l'introduction de la class action.

**987.** Ainsi, pour un auteur, le débat de l'adaptation de l'adage à la class action n'a pas lieu d'être car cette maxime, ne « paraît pas avoir tant d'importance ». Pire, « elle enferme le débat dans une perspective vieillie et franco-française ». <sup>1224</sup>

Cet auteur estime que la véritable question est celle de savoir si l'exigence d'un intérêt direct et personnel, d'une qualité pour agir, est compatible avec l'action de groupe et si cette dernière peut s'articuler avec des notions telles que celle de droit subjectif, qui relie le droit à un sujet unique. Il faut se demander comment articuler la notion « d'intérêt diffus » ou « d'intérêt collectif » avec les notions classiques et habituelles d'intérêt personnel et d'intérêt général.

**988.** Pour un autre auteur <sup>1225</sup>, cette règle peut être contestée à la fois d'un point de vue théorique, d'un point de vue pratique et d'un point de vue formel.

D'un point de vue théorique, l'auteur en question assimile cette opération à un mandat. De ce fait, en se référant à la théorie générale du mandat, il fait remarquer que plusieurs formes sont admises et en particulier le mandataire peut agir valablement sans énoncer le nom de son mandant. Un mandant est en effet engagé dès lors que le tiers cocontractant a su qu'il y avait action pour le compte d'autrui, même si le nom du mandant est absent de l'acte. Le mandat judiciaire soumis à la contrainte de la règle « Nul ne plaide par procureur » apparaît, de ce fait comme une exception au droit commun. « Or

---

<sup>1224</sup> **Houtcief (D)**, « Les class actions devant le juge français : rêve ou cauchemar ? », Op.cit. p. 42.

<sup>1225</sup> **Cabrillac (S)**, « Pour l'introduction de La class action en droit français », Op.cit. p. 4 §19 et 20.

l'existence et le maintien d'une dérogation à la règle générale supposent l'existence d'une justification forte, ce qui semble faire défaut pour l'adage étudié ».

**989.** Sur le plan pratique, cet auteur avance qu'une doctrine autorisée a pu « répudier l'idée que la maxime pût répondre à un quelconque besoin réel »<sup>1226</sup>. De plus, contournements et exceptions à cet adage se sont multipliés semant encore plus le doute sur son utilité. D'ailleurs, le développement considérable de la personnalité morale a réduit sa portée. Par exemple, les associations sont dispensées de faire figurer le nom des membres dans les actes judiciaires et les jugements.

**990.** Cet auteur conclut que l'ensemble de ces considérations devrait amener « à la mort naturelle de la règle » et laisser la porte grande ouverte à l'introduction de la class action en droit français. Néanmoins, il vaudrait mieux que la règle « Nul ne plaide par procureur » soit écartée expressément. Il s'agit là d'une proposition aux espérances plus immédiates et moins incertaine<sup>1227</sup>.

En effet, une habilitation légale devrait à coup sûr permettre d'admettre la représentation par une personne n'ayant pas nécessairement d'intérêt (au sens procédural du terme) à l'action et pas davantage de mandats des victimes qui ne se seront pas fait connaître. Car la nécessaire association de l'intérêt à agir et de la qualité pour agir n'a pas une valeur supra-législative. La décision rendue par le Conseil constitutionnel le 25 juillet 1989<sup>1228</sup>, conforte ces propos. Par cet arrêt, le Conseil a autorisé le législateur à conférer aux syndicats la faculté de représenter, notamment en justice, leurs adhérents et des « membres d'un groupe social dont il estime devoir assurer la défense », sous réserve du respect de « la liberté personnelle du salarié qui (...) a valeur

---

<sup>1226</sup> **Garsonnet et Cézard-Bru**, « Traité théorique et pratique de procédure civile », Paris 1912-1925, 3<sup>e</sup> Ed., T. I, n° 218, cité par **Cabrillac (S)**, Op.cit p.4 §19 et 20.

<sup>1227</sup> **Cabrillac (S)**, Op.cit p.4 §19 et 20

<sup>1228</sup> Décision n° 89-257, 25 juill. 1989 concernant la loi modifiant le Code du travail et relative à la prévention du licenciement économique et au droit à la conversion : JO, 28 juill. 1989, p. 9503.

constitutionnelle ». Le syndicat requérant doit informer au préalable le salarié au nom duquel il entend intenter l'action. En l'absence d'opposition expresse de celui-ci, son acceptation tacite est acquise. Une autre condition est exigée par le Conseil constitutionnel exige puisque le salarié intéressé doit pouvoir « conserver la liberté de conduire personnellement la défense de ses intérêts et de mettre un terme à [l'action] ».

**991.** Même s'il n'est pas certain, que cet arrêt soit applicable au cas de l'action collective puisqu'il n'il ne concerne pas un préjudice de masse, mais un préjudice individuel<sup>1229</sup>. La question de savoir si l'exigence d'une notification individuelle, le plus souvent impraticable s'agissant de préjudices de masse, serait jugée essentielle à la légalité de l'ensemble, semble en conséquence légitime.

D'ailleurs, le Conseil constitutionnel français ne s'intéresse pas beaucoup à la nécessité d'un mandat et semble se focaliser sur le respect de la liberté du salarié d'agir ou de ne pas agir en justice. Or, en donnant la possibilité à la victime qui n'aurait pas manifesté la volonté, même tacite, de faire partie du groupe, la faculté de saisir la justice pour son propre compte, cette liberté est garantie<sup>1230</sup>.

**992.** Au final, même si l'introduction de la class action devrait avoir un impact sur le fond du droit. Il ne s'agit pas là d'un obstacle insurmontable. D'ailleurs, plusieurs droits de tradition juridiques proches des droits français et tunisien ont admis les class action. L'exemple québécois atteste de la compatibilité. Mais aussi le Brésil, « autre grand pays américain de droit civil », a lui aussi introduit la class action<sup>1231</sup>.

---

<sup>1229</sup> **Guinchard (S)**, « Une class action à la française ? » : D., 2005, p. 2183.

<sup>1230</sup> **Ledoux (P), Arsouze (Ch)**, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », Op.cit. §56.

<sup>1231</sup> **Houtcieff (D)**, « Les class actions devant le juge français : rêve ou cauchemar ? », Op.cit. p. 42.

Techniquement, l'adoption des actions de groupe est donc possible. Dans la pratique, son introduction serait souhaitable car elle aurait surement un impact positif sur l'indemnisation des victimes d'infractions boursières.

# CONCLUSION

## DE LA TROISIEME PARTIE

**993.** La responsabilité civile des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants est d'une importance fondamentale. Tout en permettant de sanctionner financièrement ceux-ci, la mise en œuvre de cette responsabilité a pour vocation première, contrairement aux autres types de responsabilités étudiés d'amener à la réparation du préjudice subi par les victimes des infractions boursières.

**994.** Néanmoins, aussi bien en Tunisie qu'en France la mise en œuvre de cette responsabilité se heurte à des difficultés d'ordre juridique, pratique et matériel.

Cette constatation ne peut que nuire au développement de ces places boursières car dans un marché globalisé, le risque est grand de voir les investisseurs opter pour des marchés où les possibilités de réparation de leur préjudice sont plus favorables.

**995.** C'est pour cela, que cette responsabilité se doit d'être réhabilitée par l'introduction de mécanismes permettant l'exercice d'actions collectives, seules capables de résoudre la problématique essentielle du coût élevé des procédures civiles et du morcellement des préjudices.

**996.** Mais aussi, la réhabilitation de cette responsabilité ne peut passer, en France, qu'à travers un assouplissement de la jurisprudence dans le sens d'une meilleure prise en compte des intérêts des investisseurs.

De la sorte, les dirigeants de sociétés cotées en bourse seront amenés à faire preuve d'une plus grande diligence dans la gestion de leurs sociétés participant ainsi à une meilleure gouvernance des sociétés cotées en bourse.

# **CONCLUSION GENERALE**

**997.** Démocratie et développement économique entretiennent des liens étroits. Il s'agit là de deux notions complémentaires, deux concepts qui se renforcent l'un l'autre. La pérennité d'une démocratie dépend en bonne partie de la prise en compte des impératifs économiques et sociaux. Alors que la continuité du développement économique d'un pays résulte souvent d'une saine gouvernance démocratique des affaires de l'Etat. Légitimité du pouvoir, considération des droits de l'homme, respect de l'Etat de droit, transparence et obligation de rendre des comptes favorisent assurément une croissance économique durable.

**998.** D'ailleurs, le développement économique était entravé en Tunisie pendant une longue période par une absence de démocratie, par une opacité qui décourageait les investissements et grevait implacablement la croissance.

Il ne faudrait pas qu'aujourd'hui l'instauration d'une démocratie, la construction d'un Etat de droit soit empêchée par des difficultés économiques et sociales.

**999.** C'est sûrement conscients de cette réalité implacable, que les hommes politiques tunisiens mettent le développement économique au centre de leurs préoccupations. C'est pour cela que la Bourse suscite un grand engouement chez ces politiciens. Ceux-ci sachant pertinemment qu'ils disposent là de l'instrument de financement de leurs projets et de l'outil de réalisation de leurs ambitions futures. D'ailleurs, la bourse comme tout le secteur financier est un formidable laboratoire pour suivre les évolutions de la société. La bourse peut servir de prisme pour donner un éclairage révélateur d'une tendance qui va bien au-delà du seul secteur financier pour concerner la société toute entière<sup>1232</sup>.

---

<sup>1232</sup> **Bonneau (Th)**, « Démocratie et secteur financier », Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2012 n° 7, p. 277.

**1000.** Mais le développement souhaité par les politiques ne pourra se réaliser sans la restauration de la confiance du public dans le marché boursier. La capacité du marché financier à collecter et à mobiliser l'épargne publique et institutionnelle et à répondre aux besoins des promoteurs de projets dépend en grande partie de cette confiance.

Le rétablissement de cette confiance devra forcément passer par la moralisation et la responsabilisation des différents protagonistes du marché.

Une réforme en profondeur des règles régissant la responsabilité des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants s'impose alors comme une nécessité.

L'étude menée dans le cadre cette thèse a, en effet, mis en évidence, le grand écart qui existe entre droits tunisien et français et ce malgré des textes en apparence similaires.

**1001.** Cette responsabilisation doit se faire sur les trois volets : pénal, administratif et civil. Car les différents types de responsabilité qu'encourent sociétés cotées et dirigeants sociaux, n'ont ni la même fonction ni la même efficacité. Ainsi, la responsabilité pénale a un fort effet dissuasif alors que les sanctions administratives édictées par les autorités de marché sont particulièrement adaptées au monde de la bourse. Disposant de flexibilité et des compétences adéquates : les autorités de marché sont capables d'assurer l'efficacité de la répression.

Quant à la responsabilité civile, elle remplit une fonction à laquelle ne sont pas destinées les sanctions à caractère répressif : elles ont pour vocation première de permettre l'indemnisation des victimes des infractions boursières.

Ces différents types de responsabilité sont donc complémentaires. C'est pour cela, que chacune de ces responsabilités se doit d'être activée.

**1002.** Le législateur est alors appelé à jouer un rôle primordial. Celui-ci se doit de rectifier les différentes lacunes entachant la rédaction des textes régissant la responsabilité des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants.

Les autorités publiques sont aussi appelées à tout mettre en œuvre pour pousser le Conseil du marché financier et les tribunaux judiciaires à changer leur approche pour une meilleure responsabilisation des acteurs du marché boursier.

**1003.** Mais la sanction n'est pas l'unique solution capable de renforcer la transparence, l'intégrité et la sécurité des marchés boursiers.

La sanction, même dans ses trois aspects (pénale, administrative, civile), ne peut à elle seule garantir la protection des investisseurs. La sanction n'aboutit que rarement à une juste indemnisation des victimes des agissements contraires à la réglementation boursière.

**1004.** Il faudrait aussi imposer aux sociétés cotées en bourse et à leurs dirigeants d'adopter les règles de bonne gouvernance.

A cet égard, il convient de signaler que de nombreuses dispositions du code des sociétés commerciales semblent être en phase avec la Corporate Governance<sup>1233</sup>. Et que la reconnaissance explicite du gouvernement d'entreprise en droit tunisien survint à travers la loi n°2005-96 du 18 octobre 2005. Le titre II de la loi étant consacré au renforcement de la politique de divulgation financière des sociétés et de leur bonne gouvernance.

Cette reconnaissance se manifeste à travers un des outils les plus en vogue du gouvernement d'entreprise. Il s'agit de la création de comités pour renforcer la démocratie au sein de l'entreprise.

---

<sup>1233</sup> Les mesures tendant à l'amélioration du fonctionnement de l'administration des sociétés anonymes s'inscrivent dans cette logique. La limitation des mandats multiples des administrateurs, le choix ouvert à une direction par un directoire et un conseil de surveillance et l'élargissement du champ d'intervention des commissaires aux comptes sont des mesures qui s'inspirent ouvertement du concept de gouvernement d'entreprise. D'autres dispositions confirmaient l'influence de la corporate governance de manière plus claire au niveau des obligations de diligence et de loyauté auxquelles les administrateurs sont soumis (Articles 198 al 2 du CSC et les alinéas 1 et de 2 de l'article 231 du CSC). **Nenni (A)**, « De quelques aspects du droit économique contemporain, l'exemple de société faisant appel public à l'épargne », Thèse de doctorat, Faculté de droit et des sciences politiques de Tunis, 2005, p 267, dactyl.

En effet, l'article 12 de la loi du 18 octobre 2005 insérant dans le code des sociétés commerciales un article 256 bis, impose la création d'un comité permanent d'audit, aux sociétés faisant appel public à l'épargne à l'exception des sociétés classées comme telles du fait de l'émission d'obligations.

Il s'agit donc là de la première consécration explicite du gouvernement d'entreprise en droit tunisien, une première qui nous espérons sera suivie par l'adoption d'autres dispositions qui se révèlent nécessaires en vue du renforcement de la saine gestion des sociétés tunisiennes cotées en bourse.

**1005.** Indubitablement, cette affirmation de la corporate governance en droit tunisien est une bonne chose. Pourtant, le dispositif juridique tunisien apparaît approximatif, inefficace et appellerait à être renforcé.

Le législateur devrait préciser les différents mécanismes que doivent adopter les sociétés cotées en bourse pour coller aux exigences de la bonne gouvernance (administrateurs indépendants, comités spécialisés...). Il devrait, en outre, s'atteler à définir le fonctionnement et les attributions de chacun de ces mécanismes.

**1006.** Ces principes devraient faire l'objet d'un texte légal qui « imposerait leur application à toutes les sociétés cotées. Une telle mesure serait de nature à garantir la mise en place effective de ces principes au sein des sociétés et de préciser les sanctions encourues par celles qui ne les respectent pas »<sup>1234</sup>. Sans quoi, on risquerait fort de transformer ces procédures en de simples opérations esthétiques. En des mesures sans réel impact sur la gestion de la société.

**1007.** Le rétablissement de la transparence, sécurité et intégrité des marchés boursiers passe donc par une agrégation de mesures : une répression efficace, une autorité administrative forte, un meilleur contrôle interne et

---

<sup>1234</sup> « Etude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie », Mai 2002 p. 129.

externe des sociétés cotées en bourse sont les meilleurs garants d'une transparence accrue des marchés boursiers.

Les solutions sont donc là, reste encore la volonté de les appliquer.

# **BIBLIOGRAPHIE**

## **I- OUVRAGES GÉNÉRAUX**

**BOULOC (B)**, Droit pénal général, 19<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, 2005.

**CADIET (L) et JOULAND (E)**, Droit judiciaire privé, 4<sup>ème</sup> édition, Litec, Paris, 2004.

**CARBONNIER (J)**, Droit civil, Volume I, Presses Universitaires de France, Collection Quadrige, Paris, 2004.

**COZIAN (M), VIANDIER (A), DEBOISSY (F)**, Droit des sociétés, 14<sup>ème</sup> édition, Litec, Paris, 2004.

**DAVID (R)**, Traité élémentaire de droit civil comparé, L.G.D.J, Paris, 1950.

**DELMAS-MARTY (M)**, Droit pénal des affaires, 3<sup>ème</sup> édition, Presses Universitaires de France, Paris, 1990.

**DUCOULOUX-FAVARD (C) :**

- Lamy droit pénal des affaires, édition Lamy, Paris, 2007.
- Droit pénal des affaires , 2<sup>ème</sup> édition, Masson, 1993, Paris.

**FLOUR (J) et AUBERT (J-L)**, Droit civil, Les obligations, vol. II, Sources : Le fait juridique, Armand Colin, 6<sup>ème</sup> édition, Paris, 1994.

**GARSONNET et CEZAR-BRU**, Traité théorique et pratique de procédure civile, 3<sup>ème</sup> édition, Paris, 1925.

**GHESTIN (J)**, Traité de droit civil, le contrat, 2<sup>ème</sup> édition, LGDJ, Paris, 1992.

**GUERANGER (F)**, Finance islamique : Une illustration de la finance éthique, Dunod, Paris, 2009.

**GUYON (Y)**, Droit des affaires, 12<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, 2003.

**JEANDIDIER (W)**, Droit pénal des affaires, 6<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, 2005.

**JOUINI (E) et PASTRE (O)**, La finance islamique : Une solution à la crise ?, Economica, Paris, 2009.

**LAMBERT (E)**, Conception générale et définition de la science du Droit comparé, Congrès international de droit comparé, tenu à Paris du 31 juillet au 4 août 1900, Procès verbaux des séances et documents, Vol I, Paris 1905.

**LE TOURNEAU (Ph) et CADIET (L)**, Droit de la responsabilité, coll « Dalloz action », Dalloz, Paris, 1996.

**MARTY (G) et RAYNAUD (P)**, Droit civil, Les obligations, T. 1, Les sources, 2<sup>ème</sup> édition, Sirey, Paris, 1962.

**MERLE (R) et VITU (A)**, Traité de droit criminel, Cujas, Paris, 1997.

**MONTESQUIEU :**

- Considérations sur les causes de la grandeur des Romains et de leur décadence, édition Flammarion, Paris, 1998.
- De l'esprit des lois, édition Nathan, Paris, 1997.

**OLLE-MARTIN (A), AYME-MARTIN (C)**, Histoire de l'humanité, édition de l'UNESCO, Paris, 2005.

**PRADEL (J)**, Droit pénal général, Cujas, Paris, 1992.

**ROBERT (J-H) et MATSOPOULOU (H)**, Droit pénal des affaires, PUF, Paris, 2004.

**ROLAND (H) et BOYER (L)**, Locutions latines du droit français, 4<sup>ème</sup> édition, Litec, Paris, 1998.

**STASIAK (F)**, Droit pénal des affaires, LGDJ, Paris, 2005.

**STEFANI (G), LEVASSEUR (G), BOULOC (B)**, Procédure pénale, 19<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, 2004.

**STENDHAL (HB)**, Le Rouge et le Noir, édition Elibron, Paris, 2006.

**VERON (M)**, Droit pénal des affaires, 6<sup>ème</sup> édition, Armand Colin, Paris, 2005.

**VOLTAIRE**, Dictionnaire philosophique, Garnier, Paris, 1967.

## **II- OUVRAGES SPÉCIALISÉS**

**ANTOINE (J) et CAPIAUT-HUART (M-C) :**

- Dictionnaire des marchés financiers, De Boeck éditions, Bruxelles 2006.
- Titres et Bourse: Valeurs mobilières, Volume 1, De Boeck éditions, Bruxelles, 2ème édition 1999.

**BEZARD (P)**, Juris-Classeur pénal Annexes, « Bourse de valeurs », éd 1987, Fasc 1.

**BOURETZ (E) et EMERY (J-L)**, Autorité des marchés financiers et Commission bancaire, édition Banque, Paris, 2008.

**CONTE (Ph)**, Bourses : Activité des marchés d'instruments financiers, Juris-Classeur Pénal annexes, 2004.

**COSCAS (G)**, Mémento des marchés monétaires et financier, SEFI éditions, Paris, 2003.

**COSCAS (G), FORSCHBACH (Th)**, Code de la bourse et des sociétés cotées, 1<sup>ère</sup> édition, Litec, Paris, 1996.

**DESPORTES (MM) et Le GUENEHEC**, Juris-Classeur sociétés, Fasc 28-75, 2002.

**DE VAUPLANE (H) et BORNET (J-P) :**

- Droit de la bourse, Litec, Paris, 1994.
- Droit des marchés financiers, 3<sup>ème</sup> édition, Litec, Paris, 2001.

**DEVEZE (J), COURET (A), HIRIGOYEN (G)**, Lamy droit du financement, éditions Lamy, Paris, 2005.

**DUCOULOUX-FAVARD (C)**, Lamy Droit pénal des affaires, édition lamy, Paris, 2009.

**DUCOULOUX-FAVARD (C), RONTCHEVSKY (N)**, Infractions boursières, éditions Joly, Paris, 1997.

**GERKENS (J-F)**, Droit privé comparé, édition Larcier, Bruxelles, 2007

**GUIGUA (J) et JEBALI (M)**, Code de procédure civile et commerciale annoté, édition Ben Abdallah, Tunis, année non indiquée.

**GUINCHARD (S)**, Lexique des termes juridiques, 16<sup>ème</sup> édition, Dalloz, 2007.

**HAMEL (J)**, Le droit pénal des sociétés anonymes, Paris, Dalloz, 1955.

**HAUTCOEUR (P-C), GALLAIS-HAMONNO (G) :**

- Le marché financier français au XIXe siècle, Université de Paris I, Publication de la Sorbonne, Paris, 2007.
- Le marché financier français au XIXe siècle: Récit, Université de Paris I: Publication de la Sorbonne, Paris, 2007.
- Le marché financier français au XIXe siècle: Volume 2. Aspects quantitatifs des acteurs et des instruments à la Bourse de Paris, Publication de la Sorbonne, Paris, 2007.

**HIDALGO (R), SALOMON (G), MORVAN (P)**, Entreprise et responsabilité pénale, LGDJ, Paris, 1994.

**LABROUSSE (VC)**, La responsabilité pénale des dirigeants, édition First, Paris, 1996.

**LOMBOIS (C)**, Droit Pénal Général, Hachette, Paris, 1994.

**MARECHAL (A)**, La responsabilité des dirigeants des sociétés cotées en matière d'information financière, Droit des sociétés, Editions du Juris-Classeur, Paris, Août-septembre 2001.

**MECHRI (F)**, Droit des entreprises en difficulté économique », Sud Editions, Tunis, 2008.

**MESTRE (J), VELARDOCCHIO (D), BLANCHARD-SEBASTIEN (Ch)**, Lamy sociétés commerciales, éditions Lamy, Paris, 2004.

**MOREAU-NERET (O)**, Valeurs mobilières, Sirey, Paris, 1939.

**OUERFELLI (A), AYARI (K)**, Code des sociétés commerciales annoté, centre d'études juridiques et judiciaires, Tunis, 2007.

**PAGNUCCO (J-Ch)**, L'action sociale ut singuli et ut universi en droit des groupements, Fondation Varenne, LGDJ, Paris, 2006.

**PAILLUSSEAU (J), CAUSSAIN (J-J), LAZARSKI (H) ET PEYRAMAURE (PH)**, « La cession d'entreprise », 2<sup>ème</sup> édition, Coll. Réussir en affaires, Dalloz, Paris, 1999.

**PETIT (S)**, La responsabilité pénale des agents des trois fonctions publiques, 2<sup>ème</sup> édition, Berger-Levrault, Paris, 1998.

**PIETRANCOSTA (A)**, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, édition Transactive, Paris, 2000.

**PLANQUE (J-C)**, La détermination de la personne morale pénalement responsable, L'Harmattan, Paris, 2003.

**POULLE (J-B)**, Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe se conformer ou s'expliquer en droit boursier, L'Harmattan, Paris, 2011.

**ROBERT (J-H) et MATSOPULOU (H)**, Droit pénal des affaires, PUF, Paris, 2004.

**SOUSI-ROUBI (B)**, Lexique banque et bourse, 5<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, 2002.

**TURBA (V)**, Comment échapper aux scandales financiers : Histoire récente des fraudes et faillites dans les entreprises multinationales, L'harmattan, Paris, 2007.

**VIANDIER (A)**, O.P.A., O.P.E. et autres offres publiques, édition Francis Lefebvre, Paris, 1999.

**VINEY (G) et JOURDAIN (P)**, Les conditions de la responsabilité, 2<sup>ème</sup> édition, LGDJ, Paris, 1998.

### **III- THÈSES**

**BEN BECHR (H)**, La protection institutionnelle de l'épargne investie en valeurs mobilières : l'exemple de la Tunisie, Thèse, Université Toulouse I - Sciences sociales, 2005, dactyl.

**BEN MRAD (H)**, La liberté du commerce et de l'industrie, Thèse pour le doctorat d'Etat en droit, Faculté de droit et de science politique de Tunis, 1998, dactyl.

**BOURRINET**, L'abstention, source de responsabilité civile délictuelle, Thèse Montpellier, 1959, dactyl.

**GROSJEAN (P)**, Fonds de pension et marchés financiers internationaux, thèse LGDJ, Paris, 2006.

**LEFEBVRE (Th)**, L'expertise face à la production d'informations financières des sociétés, Presses Universitaires d'Aix-Marseille, thèse, Aix-en-Provence, 2004.

**NOURI (Z)**, Le contrat et le recours pour excès de pouvoir, thèse de doctorat, faculté de droit et de science politique de Tunis, 2012, dactyl.

**NENNI (A)**, De quelques aspects du droit économique contemporain, l'exemple de société faisant appel public à l'épargne, thèse de doctorat, Faculté de droit et de science politique de Tunis, 2005, dactyl.

**SIMON (F-L)**, Le juge et les autorités du marché boursier, thèse, LGDJ, Paris, 2004.

**THOMASSET (P)**, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales, LGDJ, Paris, 2003.

**TOUVIN (S)**, Le coup d'accordéon ou les vicissitudes de capital, Presses Universitaires d'Aix-Marseille, thèse, Aix-en-Provence, 2003.

#### **IV- ARTICLES :**

**ABDELKEFI (F)**, Marchés boursiers au Maghreb : comment les mettre en synergie ?, <http://www.leaders.com.tn/article/marches-boursiers-au-maghreb-comment-les-mettre-en-synergie?id=2435>)

**AMBROISE-CASTEROT (C)**, Répertoire de droit pénal et de procédure pénale, Action civile, Dalloz, juin 2002.

**APPLETON (P)**, L'abstention fautive en matière contractuelle, RTD civ. 1912, p. 593 et s.

**ARSOUZE (C)**, Réflexions sur les propositions du Rapport Coulon concernant le pouvoir de sanction de l'AMF, Bulletin Joly Bourse, 01 juin 2008 n° 3, p. 246 et s.

**ARSOUZE (Ch) et LEDOUX (P)**, L'indemnisation des victimes d'infractions boursières, Bulletin Joly Bourse, 01 juillet 2006 n° 4, p. 399 et s.

**BARBIERI (J-F) :**

- Incidence d'une fusion : divergences sur l'imputabilité des sanctions financières applicables au comportement de la société absorbée, LPA, 27 avril 2001 n° 84, p. 15 et s.
- Responsabilité civile des personnes morales et de leurs dirigeants : précisions sur les contours de la « faute séparable », Revue des sociétés 2003 p. 479 et s.

**BARROUHI (A) :**

- Batam, suite et fin, 04/02/2003,  
<http://www.jeuneafrique.com/Article/LIN02023batamniftee0/>
- Affaire Batam : prolongements judiciaires, 19/01/2004,  
<http://www.jeuneafrique.com/Article/LIN18014affaiseriai0/actualite-afriqueaffaire-batam-prolongements-judiciaires.html>.

**BAHLOUL (N) :**

- UIB : les transactions se suivent et se ... ressemblent, 9/9/2009,  
[http://www.businessnews.com.tn/details\\_article.php?t=520&a=18913&temp=1&lang=&w=](http://www.businessnews.com.tn/details_article.php?t=520&a=18913&temp=1&lang=&w=)
- Affaire des 7 MDT de plus value de la vente des actions de l'UIB : comment Ben Ali a procédé, 5/5/2011,

[http://www.businessnews.com.tn/details\\_article.php?t=520&a=24655&te mp=1&lang=](http://www.businessnews.com.tn/details_article.php?t=520&a=24655&te mp=1&lang=)

- Zine El Abidine Ben Ali aurait réussi une plus value de 7 MDT suite à la cession par Tunisair de ses actions dans l'UIB !, 04/05/2011,

[http://www.businessnews.com.tn/details\\_article.php?t=520&a=24639&te mp=1&lang=#2](http://www.businessnews.com.tn/details_article.php?t=520&a=24639&te mp=1&lang=#2)

- Le marché boursier tunisien ressemble-t-il à un jouet entre les mains de spéculateurs ? , 20/10/2010,

[http://www.businessnews.com.tn/details\\_article.php?t=520&a=22112&te mp=1&lang=&w=](http://www.businessnews.com.tn/details_article.php?t=520&a=22112&te mp=1&lang=&w=)

**BATESTON (D)**, Responsabilité pénale des personnes morales: le point de vue anglais, LPA 11 décembre 1996, n°149 p. 59 et s.

**BEATRICE (J)**, Méthodologie du droit comparé : bilan et prospective, In Revue internationale de droit comparé, Vol. 57 N°1, 2005. p. 29 et s.

**BELKNANI (F)**, La responsabilité pénale des personnes morales, in « Mouvements du droit contemporain », Mélanges Sassi Ben Halima, Centre de publication universitaire 2005 p. 504 et s.

**BEN BECHR (H)**, Le juge pénal et l'intégrité du marché financier, Actes du colloque : « La justice pénale : quelle évolution » 2007, p. 168 et s.

**BEN BRAHIM (F)**, Tunisie : Quelle perspective 2010-2011 pour la bourse de Tunis?, <http://www.webmanagercenter.com/management/article-95721-tunisie-quelle-perspective-2010-2011-pour-la-bourse-de-tunis>

**BEN HEDI (R) :**

- Tunisie : le CMF rappelle, une fois encore, aux entreprises leurs obligations, 13/01/2009

<http://www.businessnews.com.tn/BN/BN-lirearticle.asp?id=1086180>

- Bourse de Tunis- Suspension de la cotation d'Electrostar,  
<http://www.businessnews.com.tn/Bourse-de-Tunis---Suspension-de-la-cotation-d%E2%80%99Electrostar,520,30975,3>

**BENICHOUX (J-D), KHAYAT (Y)**, L'introduction en droit français des class actions, LPA, 22 décembre 2005 n° 254, p. 6 et s.

**BEN SALAH (W)**, Transparence et marchés financiers en Tunisie, actes du colloque «Transparence financière et réformes institutionnelles» 3, 4 avril 2008 à Tabarka).

**BEN SASSI (M)**, Marchés financiers, cours 4ème année sciences comptables, Institut supérieur de gestion Tunis, polycopé.

**BONIFASSI (S)**, L'accès au juge pour l'épargnant, LPA, n° 152, 31 juill. 2003, p. 40 et s.

**BONNEAU (TH)**, « Démocratie et secteur financier », Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2012 n° 7, p. 277.

**BOULOC (B) :**

- La dépenalisation dans le droit pénal des affaires, D. 2003, Chron, p. 2492 et s.
- Alternatives et articulations entre types de sanctions en matière financière, Bulletin Joly Bourse, 01 décembre 2009 n° Spécial, p. 430 et s.

**BUCHER (F)**, De quelques aspects de droit boursier issus de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, dite loi Breton, et de la loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005, Bull. Joly Bourse 2005, p. 688 et s.

**CABRILLAC (S)**, Pour l'introduction de la class action en droit français, LPA, 18 août 2006 n° 165, p. 4 et s.

**CANIVET (G)**, La procédure de sanction administrative des infractions boursières à l'épreuve des garanties fondamentales; RJDA 1996/5 p.423 et s.

**CAPDEVILLE (J-L) :**

- Le délit de communication d'une information privilégiée : vingt ans après, Bulletin Joly Bourse, 01 février 2009 n° 1, p. 69 et s.
- Délit de manipulation de cours et engagement de la responsabilité d'une personne morale, Bulletin Joly Bourse, 01 mai 2009 n° 3, p. 170 et s.

- Présentation générale de la loi de régulation bancaire et financière, LPA, 22 octobre 2010 n° 211, p 3.
- Aggravation des sanctions du délit de communication d'une information privilégiée par la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012, Bull. Joly Bourse, 01 juin 2012 n° 6, p. 244.

**CARAMALLI (D)**, Le dernier épisode du feuilleton jurisprudentiel de la faute séparable, D. 2004, p. 1961 et s.

**CARBONNIER (J)**, Le silence et la gloire, D. 1951, chron., p. 119 et s.

**COHEN-BRANCHE (M)**, Le cercle vertueux de la médiation, Bulletin Joly Bourse, 01 mai 2012 n° 5.

**CONAC (P-H) :**

- Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC), Bulletin Joly Bourse, 01 février 2005 n° 2, p. 99 et s.
- L'avenir des réformes : les nouveaux organes, LPA, 02 août 2007 n° 154, p. 32 et s.
- La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information, Bulletin Joly Bourse, 01 mai 2007 n° 3, p. 358 et s.

**COULON (J-M)**, La dépenalisation de la vie des affaires, La Documentation française, Coll. des rapports officiels, 2008, également accessible à l'adresse Internet suivante :

<http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000090/0000.pdf>

**COURET (A) :**

- Régulation financière, sociétés cotées et sociétés non cotées, LPA, 03 juin 2002 n°110, p. 29 et s.
- Infractions aux règles d'hygiène et de sécurité de travail, délégation de pouvoirs et mise en danger, Droit social, 1995, p. 344 et s.
- La loi sur les nouvelles régulations économiques : la régulation du pouvoir dans l'entreprise, J.C.P. éd. E, 2001 p. 1660 et s.

- Les dispositions de la loi de sécurité financière intéressant le droit des sociétés, J.C.P. éd. E 2003.1290, n° 22, p. 1426 et s.
- Le gouvernement d'entreprise, La corporate governance, D. 1995 p. 243 et s.

**DALMASSO (T)**, Les délits d'imprudence, RJcom novembre 2001 p. 24 et s.

**DE BRESSON (J-J)**, Inflation des lois pénales et législation ou réglementations techniques, Rev. science crim. 1985, p. 241.

**DECOOPMAN (N)**, Le pouvoir de sanction administrative de la COB, Rev. Droit bancaire et financier n° 17, janvier-février 1990, p. 16 et s.

**DEFFAINS et STASIAK (F)**, Les préjudices résultant des infractions boursières : approches juridique et économique, in Le droit au défi de l'économie, dir. Y. Chaput, Droit économique, Publications de la Sorbonne, 2002, p. 177 et s.

**DELMAS-MARTY (M) :**

- L'enjeu d'un code pénal, réflexions à propos de l'inflation des lois pénales en France, Mélanges Legros, éditions de l'Université de Bruxelles, Faculté de droit, 1985, p. 165 et s.
- Personnes morales étrangères et françaises, Rev. sociétés 1993, p. 256 et s.
- Les conditions de fond de mise en jeu de la responsabilité pénale des personnes morales, Rev. sociétés 1993, p. 302 et s.

**DESCHEEMAER (P)**, Nouvelle régulation internationale des sociétés cotées : les principales dispositions du Sarbanes-Oxley Act of 2002, Bull. Joly sociétés, 01 janvier 2003 n° 1, p. 5 et s.

**DESCORPS DECELERE (F)**, Pour une réhabilitation de la responsabilité civile des dirigeants sociaux, Rev. des sociétés 2003 p. 25 et s.

**DESSPORTES (F) et Le GUNEHEC (F)**, Présentation des dispositions du nouveau Code pénal, J.C.P. éd. G 1992, I, n° 3615.

**DESSPORTES (F)**, Le nouveau régime de la responsabilité pénale des personnes morales, J.C.P. éd. E 1993, I, n° 6, p. 69 et s.

**DETHOMAS (A)**, L'évolution du manquement d'initié, D. 2005 p. 706 et s.

**DE VAUPLANE (H) et DENOUN (C)**, Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initié, LPA 28 mars 1994, p.4 et s.

**DE VAUPLANE (H) et SIMART (O) :**

- La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA, Rev. Droit bancaire et bourse, 1996 p.164 et s.
- Délits boursiers : propositions de réforme, Rev. Droit bancaire et bourse, mai-juin 1997, n° 61, p. 85 et.

**DE VERGES (M)**, Avec la crise financière l'Allemagne ouvre le débat sur le rôle de l'Etat, Le Monde 20 mars 2008, p. 1.

**DEZEUZE (E)**, La réparation du préjudice devant la juridiction pénale, Rev. des sociétés, avril-juin 2003 p. 261 et s.

**DIDIER (Ph)**, Les fonctions de la responsabilité civile des dirigeants sociaux, in Colloque du 16 décembre 2002 sur la responsabilité des dirigeants sociaux, Rev. sociétés, 2003, p. 239 et s.

**DU CHASTEL (A) et MARTINET (L)**, Du retour de l'action de groupe et du mythe de Sisyphe, L.P.A, 10 mars 2009 n° 49, p. 6 et s.

**DUCOULOUX-FAVARD (C) :**

- Pourquoi du droit comparé boursier ?, L.P.A, 15 juin 1994 n° 71.
- Contentieux boursier, Répertoire sociétés Dalloz 2005 p. 2 et s.
- Quatre années de sanctions pénales à l'encontre des personnes morales, D. 1998 p. 395 et s.
- Le délit d'initié : dix ans de jurisprudence et d'activité de la commission des opérations de bourse, G.P. 1984, 2, doctrine, p. 421 et s.
- Géographie européenne du délit d'initié, LPA, 15 juin 1994 n° 71.
- Nouveaux pouvoirs pour la COB, G.P., 1990, doct. p. 50 et s.

**DUFOUR (O) :**

- La polémique enfle autour de l'avenir de l'AMF, L.P.A., 23 avril 2008 n° 82, p. 3 et s.

- Article 6 de la C.E.D.H : la COB revoit sa procédure de sanction , L.P.A, 31 mars 2000 n° 65, p. 3 et s.
- La C.O.B modifie l'exercice de son pouvoir de sanction, L.P.A., 18 août 2000 n° 165, p. 3 et s.
- L'AMF envisage de modifier sa procédure de sanction, L.P.A., 10 juillet 2007 n°137, p. 3 et s.
- Et si le gendarme boursier transigeait ?, L.P.A., 24 février 2005 n° 39, p. 3 et s.
- La Commission des sanctions de l'AMF joue la transparence, L.P.A., 28 octobre 2008 n° 216, p. 3 et s.

**EL OUDI (O)**, Bourse : Action Somocer, manipulations de cours pour des transactions de blocs ?, www.webmanagercenter.com 03 Octobre 2011, <http://finance.webmanagercenter.com/article-111024-tunisie-bourse-action-somocer-manipulations-de-cours-pour-des-transactions-de-blocs>

**EI OUED (MN)**, L'interprétation de la loi répressive, Actes du colloque « L'interprétation de la norme juridique » organisé les 5 et 6 avril 2010 à Jendouba, p. 39 et s.

**ESCHYLLE (J-F)**, Les conditions de fond de la responsabilité pénale des personnes morales en droit du travail, Droit Social 1994, p. 638 et s.

**FLEURIOT (P)**, L'origine et le bilan de l'exercice par la COB de son pouvoir de sanction, LPA, 15 juin 1994 n° 71.

**FRANCHI (F)**, À quoi peut bien servir la responsabilité pénale des personnes morales ?, Rev. science criminelle, 1996, p. 277 et s.

**FRISON-ROCHE (MA) :**

- La distinction entre sociétés cotées et sociétés non cotées, Mélanges A.E.D.B.F. 1997, p. 189 et s.
- Les résistances mécaniques du système juridique français à accueillir la class action : obstacles et compatibilités, L.P.A, 10 juin 2005 n° 115, p. 22 et s.

**GAMET (L)**, Le principe de personnalité des peines à l'épreuve des fusions et des scissions de sociétés, J.C.P. éd. G, 12 septembre 2001, p.1663 et s.

**GEWINNER (D)**, Le rôle de l'AMF, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2007 n° 3, p. 353 et s.

**GOUNOT (ME)**, Essai d'application de l'analyse économique du droit à la réglementation boursière des opérations d'initiés, Rev. de science criminelle 2000 p. 335 et s.

**GUERIN (D)**, Actes du colloque de Sienna, « L'introduction en droit français de la responsabilité pénale des personnes morales », L.P.A. 11 décembre 1996, p. 6 et s.

**GUINCHARD (S)**, Une class action à la française ?, D. 2005, p. 2183 et s.

**GUIRAUD (A)**, L'introduction en droit français des class actions, chapitre 1 Section 1 : L'expérience américaine, L.P.A, 22 décembre 2005 n° 254, p. 6 et s.

**GUYON (Y)**, Aspects juridiques de la manipulation de cours, Rapport moral sur l'argent dans le monde, 1995, p. 87 et s.

**HASCHKE-DOURNAUX (M)**, Les voies de la réforme du droit pénal des sociétés, Bull. Joly Sociétés, 1 avril 2003 n° 4, p. 377 et s.

**HERZOG (J-B)**, Rêveries d'un pénaliste solitaire sur le droit des sociétés, D. 1966. Chron. 91.

**HOUTCIEFF (D)**, Les class actions devant le juge français : rêve ou cauchemar ?, L.P.A., 10 juin 2005 n° 115, p. 42 et s.

**HURSTEL (D) et MOUGEL (J)**, La loi Sarbanes-Oxley doit-elle inspirer une réforme du gouvernement d'entreprise en France ?, Rev. sociétés 2003 p.13 et s.

**JALLADE (P) :**

- Vers un renforcement des pouvoirs de la Commission des opérations de bourse, L.P.A n°72 du 16 juin 1989, p. 4 et s.
- Le renforcement des pouvoirs de la Commission des opérations de bourse, L.P.A, n° 110 du 13 septembre 1989, p. 2 et s.

**JANVILLE (T)**, Tel peut-il être aisément pris qui croyait prendre ? Les dispositifs de sanction et de réparation de l'abus de constitution de partie civile après la loi du 15 juin 2000, G.P., 2002, 2., doct., p. 1291 et s.

**JOUYET (J-P)**, La place de la sanction dans la régulation des marchés financiers, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2009 n° Spécial, p. 419 et s.

**KOSSENTINI (M)**, Le droit du marché financier à l'heure de l'intégration de la Tunisie dans l'espace euro-méditerranéen, Actes du colloque international « Les implications fiscales et financières de l'association euro-méditerranéenne », Faculté de droit de Sfax, Revue Tunisienne de Fiscalité n°11 2009 p. 178 et s.

**LAFOND (P-C)**, Le recours collectif et le juge québécois : de l'inquiétude à la sérénité, Actes du Colloque organisé par le Barreau de Paris, l'Université d'Évry et l'UFC-Que choisir ? le 18 novembre 2004 : L.P.A, n° 115, 10 juin 2005, p 11 et s.

**LAFORTUNE (M-A)**, Les autorités indépendantes de régulation à l'épreuve des principes processuels fondamentaux dans l'exercice de leur pouvoir de sanction des manquements aux règlements du marché économique, financier et boursier, G.P., 25 septembre 2001 n° 268, p. 12 et s.

**LAPRADE (F-M)**, La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ?, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2009 n° Spécial, p. 439 et s.

**LE BARS (B) :**

- Introduction en droit français d'une procédure d'action collective : quand la régulation se fait judiciaire, Bull. Joly Sociétés, 01 juillet 2005 n° 7, p. 811 et s.
- Répertoire de droit des sociétés, Responsabilité civile des dirigeants sociaux, avril 2004.

**LE BARS (B) et THOMASSET-PIERRE (S)**, Droit des marchés financiers, mai 2006 - mai 2007, D. 2007 p. 2418 et s.

**LETREGUEILLY (H)**, La responsabilité des émetteurs en matière d'information financière, Rev. de droit bancaire et financier, n°6 novembre /décembre 2004 p. 449 et s.

**MAGENDIE (J-C)**, « Le rôle du juge sur l'action sanctionnatrice de l'Autorité des marchés financiers », Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2009 n° Spécial, p. 421 et s.

**MAGNIER (V)** :

- Information boursière et préjudice des investisseurs, D. 2008 p. 558 et s.
- Les class actions d'investisseurs en produits financiers, L.P.A, 10 juin 2005 n° 115, p. 33 et s.

**MAINGUY (D)**, L'introduction en droit français des class actions, chapitre 3 : Les dérives probables et les techniques permettant de les éviter, L.P.A, 22 décembre 2005 n° 254, p. 6 et s.

**MARTIN (D)** :

- Responsabilité et marchés financiers - Propos introductifs, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2007 n° 3, p. 287 et s.
- De la causalité dans la responsabilité civile du prêteur, Banque et droit novembre-décembre 1999, p. 3 et s.
- L'action en représentation conjointe des consommateurs, J.C.P 1994. I. 3756.

**MATSOPOULOU (H)**, Les propositions sur la dépenalisation de la vie des affaires, Rev. des sociétés 2008 p. 1 et s.

**MATTOUT (J-P)**, Information financière et responsabilité des dirigeants, Rev. de droit bancaire et financier n°6 novembre-décembre 2004 p. 454 et s.

**MAURY (F)**, Electrostar, un mystère qui électrise le marché, 25 avril 2012, disponible sur <http://www.jeuneafrique.com/Article/JA2674p128-129.xml0/>

**MERCADAL (B)**, Abus de biens sociaux et responsabilité pénale des personnes morales, RJDA 1998, p. 897 et s.

**NAVARRO (J-L)**, Suggestions pour une amélioration des régimes de responsabilité civile des dirigeants sociaux, L.P.A, 02 août 2007 n° 154, p. 39 et s.

**OUERFELLI (A) :**

- La vraie réforme du droit des sociétés a bien eu lieu, RJL n°7 Juillet 2009 p. 9 et s.
- La distribution des dividendes fictifs ou du mauvais usage des écritures comptables, RJL janvier 2001, n°1 p. 17 et s.

**PALADE (J)**, Observations sur un délit à l'ordre du jour, L.P.A., 23 janvier 1989, p. 3 et s.

**PARIENTE (M)**, Les groupes de sociétés et la responsabilité pénale des personnes morales, Rev. sociétés 1993, p. 247 et s.

**PEYRAMAURE (Ph)**, Diffusion de fausses informations et manipulation de cours, Rjcom p. 162 et s.

**PINIOT (M-C)**, La mise en œuvre de la répression à l'encontre des personnes morales : Evaluation comparée des deux voies répressives, Rev. de science criminelle 1996 p. 293 et s.

**PRADA (M)**, Entretien, L'économiste Maghrébin, N°472 21 mai- 4 juin 2007, p. 26.

**PUECH (M)**, La Commission des opérations de bourse et la surveillance du marché boursier au regard du droit pénal, Mélanges en l'honneur de Bastian D, T. 1, Litec, 1974, p. 212 et s.

**REYGROBELET (A)**, L'action civile en cas de délits comptables, L.P.A, 12 avril 2007 n° 74, p. 57 et s.

**REZGUI (S) :**

- Vice du consentement ou vice caché dans les cessions des droits sociaux, RTD 1994 p.117 et s.
- La responsabilité fiscale des dirigeants, RTD 1991 p. 233 et s.

**ROBERT (J-H) :**

- Droit pénal et procédure pénale, J.C.P. éd. G 1998, I, n° 105 et s.
- Le manquement d'initié (commentaire du règlement n°90-08 de la commission des opérations de bourse), Dr. Soc., décembre 1990, p. 1 et s.

**ROBERT (M-C) :**

- La réparation civile des infractions financières, in La criminalité d'argent, Actes du colloque tenu à la première chambre de la Cour d'appel de Paris, le 14 novembre 2003, LGDJ, 2005
- La réparation civile des infractions boursières, in La criminalité d'argent : quelle répression ?, Actes du Colloque tenu par la première chambre de la cour d'appel de Paris le 14 novembre 2003, édition Montchrestien, Coll. Grands colloques, décembre 2004, p. 76 et s.

**RONTCHEVSKY (N) :**

- Droit pénal boursier, G.P., 12 mars 2002 n° 71, p.15 et s.
- La responsabilité pénale , Bull. Joly Bourse, 01 mai 2007 n° 3, p. 335 et s.
- Une réaction des institutions communautaires face aux récents scandales financiers : l'adoption de la directive relative aux abus de marché, RTD com. 2003, p. 531 et s.
- Révision des délits et manquements boursiers, Banque et Droit n°108 juillet-août 2006 p. 14 et s.
- Liberté d'expression et délits boursiers, Bull. Joly Bourse, 2001, p. 211 et s.
- Les sanctions administratives : régime et recours, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2004 n° 1, p 1 et s.
- L'harmonisation des sanctions pénales : Vers un renforcement et une rationalisation de la répression des abus de marché, Bull. Joly Bourse, 01 mars 2012 n° 3, p. 139.

**RONTCHEVSKY (N), STORCK (M)**, Une tentative française de restaurer la confiance en matière financière : le volet financier de la loi n° 2003-706 de sécurité financière, RTD Com. 2003 p. 758 et s.

**ROUJOU de BOUBEE (G)**, La responsabilité pénale des personnes morales, colloque de la Baule : où en est la dépenalisation dans la vie des affaires 15 et 16 juin 2001, RJcom Novembre 2001 N° spécial, p. 11 et s.

**RUET (C)**, La responsabilité pénale pour faute d'imprudance après la loi du 10 juillet 2000 tendant à préciser la définition des délits non intentionnels, Droit pénal, 4 janvier 2001, p. 8 et s.

**SALIN (P), LAINE (M)**, Le mythe de la transparence imposée, J.C.P. éd. E, 6-13 novembre 2003, n° 45 et s.

**SCHMIDT (D) :**

- Rapport de synthèse, in « la stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par actions », Rjcom n° spécial, novembre 1990, p.175 et s.
- De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés «cotées» in bonis, Études de droit privé offertes à Paul Didier, Économica, 2008, p. 385 et s.
- Affaire Sidel, L'indemnisation des actionnaires, D. 2006, chron. p. 2522 et s.
- Fausse information et « préjudice boursier », Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2012 n° 1, p. 1.

**SCHILLER (S)**, L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée, L.P.A, 10 septembre 2010 n° 181, p. 4 et s.

**SEUVIC (J-F)**, Responsabilité pénale des personnes morales : nouvelles incriminations, Rev. de science criminelle 1997 p. 407 et s.

**SIMON (J)**, Responsabilité pénale des personnes morales et des personnes physiques, coauteurs ou complices des mêmes faits, D. Aff. 1995, p. 101.

**SKALITZ (A)**, Au-delà des entreprises : les groupes, INSEE Première, n°836 mars 2002, disponible sur [http://insee.fr/fr/ffc/docs\\_ffc/ip836.pdf](http://insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/ip836.pdf)

**SONNTAG (C)**, Préjudice et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique, « L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe », sous la direction de Deffains B, Stasiak F, 2004, LGDJ, p. 152 et s.

**STASIAK (F)** :

- Le délit d'initié mis en scène, L.P.A, 18 juin 2008 n° 122, p. 40 et s.
- Répertoire de droit des sociétés, Délit et manquement boursier, septembre 2007.

**TAHYAR (M-E)**, La réparation à l'égard des investisseurs victimes de malversations boursières aux Etats-Unis, in *La criminalité d'argent : quelle répression ?*, coll. Grands Colloques, éd. Montchrestien, 2004, p. 79 et s.

**TANDEAU De MARSAC (V)**, Le principe de responsabilité pénale des personnes morales a-t-il amélioré la situation des dirigeants face au risque de mise en cause de leur responsabilité pénale, Recueil G.P. septembre-octobre 2000, doc p. 1652 et s.

**TERRE (F)**, Rapport de synthèse, « L'opportunité d'une action de groupe en droit des sociétés? », coll. Ceprisca, 2004, p. 21 et s.

**THIN (Ch)**, La fausse information du marché et le délit d'initié, in *Entreprise : information et rumeur*, RJ com., 2005, hors-série, p. 71 et s.

**THOMASSET-PIERRE (S) et LE BARS (B)**, Droit des marchés financiers, D. 2007 p. 2418.

**TOMASI (M)**, L'imputation des manquements aux règles de l'autorité des marchés financiers, Banque et Droit, septembre-octobre 2006, p. 41 et s.

**TUNC (A)**, Rapport sur la responsabilité civile des organes de sociétés, in *Évolution du droit des sociétés*, Travaux de l'association Capitant, t. XV, 1967, Dalloz.

**VALLETTE (J-P)**, La régulation des marchés financiers, Rev. du Droit Public, 01 janvier 2005 n° 1, p. 183 et s.

**VATINET (R)**, La réparation du préjudice causé par la faute des dirigeants sociaux, devant les juridictions civiles, Rev. des sociétés 2003 p. 247 et s.

**VERVAELE (J)**, Le contrôle de la bourse et l'incrimination du délit d'initié aux Pays-Bas, Rev. de science criminelle 1993 p 1 et s.

**VIANDIER (A) :**

- Sécurité et transparence du marché financier, J.C.P. 1989. I. 3420.
- Observations sur l'utilisation d'une information privilégiée, Bull. Joly Sociétés, 1992, p. 253 et s.

**VINEY (G)**, Conclusions, Rev. sociétés 1993, p. 382 et s.

**VINCKEL (F)**, La capacité des sociétés et le droit au procès équitable, Bull. Joly Sociétés, 01 février 2002 n° 2, p. 192 et s.

**WHITE (T-J) :**

- Genèse et évolutions récentes de la class action Dossier : La class action et ses conséquences sur le cours des affaires, L.P.A, 13 décembre 2007 n° 249, p. 7 et s.
- La gouvernance d'entreprise en France après la loi Sarbanes-Oxley, L.P.A., 13 décembre 2007 n° 249, p. 41 et s.

**ZOUARI (E)**, Intégration financière internationale : la stratégie régionale, in « Les économies émergentes : trajectoires asiatiques, latino-américaines, est-européennes et perspectives maghrébines : Etudes : pratiques et représentations sociales au Maghreb » , Maghreb et sciences sociales 2008, Institut de Recherche sur le Maghreb Contemporain, édition l'Harmattan 2008 p. 139 et s.

## **V- ETUDES, RAPPORTS, COMMUNIQUES**

**Club des juristes, Commission Europe**, mai 2012, « Autorités administratives dotées d'attributions répressives : rapport du Club des juristes », Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2012 n° 7, p. 290

**Communiqué AMF**, Le montant de la sanction pécuniaire, 27 janvier 2011, disponible sur [http://www.amf-france.org/documents/general/9650\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9650_1.pdf)

### **Communiqués CMF :**

- Communiqué CMF du 30 mars 2012,  
[http://www.cmf.org.tn/pdf/publication\\_cmf/communiqu%C3%A9\\_cmf/comste\\_30\\_0312\\_ELECTROSTAR.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/communiqu%C3%A9_cmf/comste_30_0312_ELECTROSTAR.pdf)
- Communiqué CMF du 29 novembre 2011,  
[http://www.cmf.org.tn/pdf/publication\\_cmf/communiqu%C3%A9\\_cmf/com\\_291111\\_1\\_fr.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/communiqu%C3%A9_cmf/com_291111_1_fr.pdf)
- Communiqué CMF du 19 novembre 2010,  
[http://www.cmf.org.tn/pdf/publication\\_cmf/communiqu%C3%A9\\_cmf/com\\_191110\\_sanction\\_SICOFI\\_fr.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/communiqu%C3%A9_cmf/com_191110_sanction_SICOFI_fr.pdf)

### **Etudes du CMF :**

- Le comportement de l'investisseur tunisien, Disponible sur :  
[http://www.cmf.org.tn/pdf/publication\\_cmf/Etudes/comp\\_inves\\_tun.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/Etudes/comp_inves_tun.pdf)
- Etude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie, Mai 2002, Disponible sur le site [www.cmf.org.tn](http://www.cmf.org.tn)

**RAPPORT ANNUEL DE LA BVMT, 2009**

**RAPPORT ANNUEL DE LA BVMT, 2010**

**RAPPORT ANNUEL DU CMF, 2004**

**RAPPORT ANNUEL DU CMF, 2005**

**RAPPORT ANNUEL DU CMF, 2006**

**RAPPORT ANNUEL DU CMF, 2007**

**RAPPORT ANNUEL DU CMF, 2008**

**RAPPORT ANNUEL DU CMF, 2009**

**RAPPORT ANNUEL DU CMF, 2010**

**RAPPORT DU DEPUTE AUBERGET**, Document Assemblée Nationale française, 1987-1988, 1ere section, Rapport n°1159.

## **VI- NOTES ET CONCLUSIONS :**

**ARSOUZE (Ch)**, Note sous Cass. Com., 19 décembre 2006 Bull. Joly Sociétés, 2007, p. 580 et s.

**AUZERO (G)**, Note sous Cass. Com., 31 mars 2004, n° 623 FSPBI, X. c/ COB, Bull. Joly Sociétés, 01 juillet 2004 n° 7, p. 982 et s.

### **BARBIERI (J-F) :**

- Note sous Cass. Crim, 2 décembre 1997, Bull. Joly sociétés 1998, p. 512 et s.
- Note sous C.A. Paris 2 février 2007, RTD Com. 2007 p. 413 et s.
- Note sous Cass. Crim., 14 octobre 2003, n° 02-86.376, Bull. Joly sociétés, février 2004 p.266 et s.
- Note sous Cass.Crim 7 juillet 1998, Bull. Joly sciétés, février 1999, p. 260 et s.
- Note sous Trib. correctionnel de Grenoble 15 septembre 1997, Droit pénal, 1998, n°5 et s.
- Note sous Cass. Crim, 9 novembre 1999, Bull. Joly Sociétés Avril 2000, p. 418 et s.
- Note sous Cass. Crim., 28 janv. 2009, n° 07-81674, X et société Fideuram Wargny, Bull. Joly Sociétés, 01 septembre 2009 n° 9, p. 799 et s.
- Note sous Cass. Crim, 6 novembre 2002, n° 02-85.809, Bull. Joly sociétés 2003, p. 345 et s.

- Note sous Cass. Crim., 30 janvier 2002, n° 663 PF, Bull. Joly Sociétés, 01 juillet 2002 n° 7, p. 797 et s.
- Note sous Cass. Com., 20 mai 2003, Rev. sociétés, 2003, p. 479 et s.
- Note sous C.A. Versailles 17 janvier 2002, Bull. Joly sociétés 2002 p. 516 et s.
- Note sous Cass. Com., 22 mai 2001, Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 995 et s.
- Note sous Cass. Com., 1<sup>er</sup> avril 1997, Bull. Joly Sociétés, 1997, p. 650 et s.
- Note sous Cass. Crim., 13 décembre 2000, Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 498 et s.
- Note sous Cass. Crim., 30 janvier 2002, Bull. Joly sociétés 2002, p. 797.
- Note sous T. corr. Paris, 12 sept. 2006, n° 0018992026, Bull. Joly Sociétés 2007, p. 119 et s.
- Note sous C.A. Paris, 17 octobre 2008 : Bull. Joly sociétés 2009, p. 143 et s.

**BAILLOD (R)**, Note sous CA Versailles, 11 juin 1998, Bull. Joly sociétés 1998.1168.

**BOIZARD (M)**, Note sous CE, 22 novembre 2000, Crédit agricole Indosuez Chevreuse, RJDA 2001, n° 3, n° 10.

**BOMPOINT (D) :**

- Note sous sanction AMF 1<sup>er</sup> mars 2007 Rev. droit bancaire et financier, 2007, n° 198.
- Note sous C.E, sect. cont., 27 oct. 2006, n° 276069, M. Éric B. et société Next Up SA, Rev. droit bancaire et financier, mars-avril 2007, n° 86, p. 42 et s.
- Note sous C.A. Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. H, 15 mai 2008, n° 2007/09505, Beilin, Roy, Tordjman c/ AMF, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2008 n° 6, p. 471 et s.

-

**BONNEAU (Th):**

- Note sous C.A. Paris, 1<sup>re</sup> ch., sect. H, 1<sup>er</sup> avr. 2003, Dr. Soc., juillet 2003, p. 30 et s.
- Note sous Sanct. AMF, 29 mars 2007, Dr. Soc., n° 11, novembre 2007, p. 31 et s.
- Note sous Cass. com., 19 décembre 2006, aff. Vivendi universal, Dr. Soc., 2007, comm. 80.
- Note sous CE, sect. cont., 27 octobre 2006, n° 276069, M. Éric B. et société Next Up SA, Dr. Soc., 2007, comm. n° 55.
- Note sous Cass. Com., 18 février 1997, Dr. Soc. 1997, n° 75.

**BOULOC (B) :**

- Note sous Cass. Crim 2 décembre 1997, Rev. sociétés janvier-mars 1998 p.152 et s.
- Note sous Cass Crim. 14 décembre 1999, RTD com. 2000 p. 737 et s.
- Note sous Cass. Crim. du 26 octobre 1995, Rev. sociétés 1996, p. 326 et s.
- Note sous C.A. Paris, 13 mai 1997, Rev. sociétés 1997, p. 855 et s.
- Note sous Cass. Crim. 26 juin 1995, Rev. sociétés 1995, p. 562 et s.
- Note sous Cass. Crim., 19 octobre 1995, Rev. sociétés 1996, p. 323 et s.
- Note sous Cass. Crim., 15 mars 1993, Rev. sociétés 1993, p. 847 et s.
- Note sous Cass. Crim., 26 octobre 1995, Rev. sociétés, 1996, p. 326 et s.
- Note sous Cass. Crim, 11 décembre 2002 *Alain X* Rev. sociétés 2003 p. 145 et s.
- Note sous Cass. Crim, 11 décembre 2002 *Alain X*, D. 2003 p. 424 et s.
- Note sous Cass.Crim, 29 novembre 2000, Rev. sociétés 2001 p. 380 et s.
- Note sous Cass.Crim, 20 mai 2003, RTD com. 2003 p. 832 et s.
- Note sous Cass. Crim., 11 mars 2003, RTD com juillet/septembre 2003 p. 578 et s.

- Note sous Cass. Crim., 13 décembre 2000 Rev. sociétés 2001, p. 394 et s.

**BOUTHINON-DUMAS (H)**, Note sous Sanction AMF, 7 février 2008, Bull. Joly Bourse, 2008, p. 224 et s.

**CAPDEVILLE (J-L) :**

- Note sous Cass. Crim., 28 janvier 2009, n° 07-81674, X et société Fideuram Wargny, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2009 n° 3, p. 170 et s.
- Note sous C.A. Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. H, 25 juin 2008, n° 2007/16197, Marionnaud parfumeries SA, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2008 n° 6, p. 484 et s.

**CHARTIER (Y)**, Note sous Cass. Com, 4 mars 1986, J.C.P. 1986. IV. 140.

**CHAZAL (J-P) et REINHARD (Y)**, Note sous Cass. Com., 20 mai 2003, RTD com., 2003, p. 529 et s.

**COFFY de BOISDEFFRE (M-J)**, Note sous Cass. Crim., 20 juin 2000, n° 99-86.742, L.P.A 13 mars 2001, p. 19 et s.

**COURET (A) :**

- Note sous CA Paris, 14 mai 1997, J.C.P. éd. E. 1997. II. 973.
- Note sous C.A. Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. A, 21 septembre 1998, n° 1997/19036, Vincent c/ SA Eurotunnel, Bull. Joly Sociétés, 01 janvier 1999 n° 1, p. 82 et s.

**CAUSSAIN (J-J), DEBOISSY (F) et WIICKER (G)**, Note sous Cass. crim., 30 janvier 2002, J.C.P. éd. E 2002, n° 5.

**DAIGRE (J-J) :**

- Note sous TGI Paris, 11<sup>e</sup> ch., 12 septembre 2006, Affaire Sidel Rev. sociétés 2007 p. 102 et s.
- Note sous C.A. Paris, 1<sup>re</sup> ch., sect. H, 1<sup>er</sup> avr. 2003, Bull. Joly Sociétés, 2003, p. 1054 et s.
- Note sous Cass. Com, 7 octobre 1997, n°1947, Bull. Joly sociétés 1997 p.1074 et s.

- Note sous Cass. Com., 31 mars. 2004, 03-14991, X c/ COB, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2004 n° 4, p. 460 et s.
- Note sous Cass. Com., 18 février 1997, Bull. Joly sociétés 1997, p. 408 et s.
- Note sous C.A. Paris, 26 septembre 2003, n° 2001/21885, Soulier et autre c/ SA Flammarion et autre Bull. Joly Sociétés, 01 janvier 2004 n° 1, p. 84 et s.
- Note sous Sanction AMF, 15 septembre 2011, M. A et Mlle B, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2012 n° 5, p. 202

**DELMAS-MARTY (M)**, Note sous Trib. correctionnel de Paris 29 octobre 1975, D. 1976 p. 53 et s.

**DEPREZ-GRAFF (A)**, Note sous Cass. Com., 19 décembre 2006, Bull. Joly Bourse, 2007, p. 175 et s.

**DESBOIS (H)**, Note sous Cass. Civ., 27 février 1951, D. 1951, p. 329 et s.

**DE VAUPLANE (H) et BORNET (J-P)**, Note sous sanction AMF, décision du 6 janvier 2005, Banque et Droit n° 100 – mars-avril 2005 p. 25 et s.

**DE VAUPLANE (H) et DAIGRE (J-J) :**

- Note sous Cass. com., 19 déc. 2006 Banque et droit, 2007, n° 112, p. 35 et s.
- Note sous décision COB, 4 mars 2003, Rubens & Chapellier, Banque et Droit n° 93, janvier-février 2004, p. 33 et s.
- Note sous CA Paris, 13 sept. 2005, Banque et droit, mars-avril 2006, p 46 et s.
- Note sous décision AMF, 7 octobre 2004, Banque et Droit, janvier-février 2005, p. 45 et s.
- Note sous COB, 4 Mars 2003, Rubens & Chapellier, Banque & Droit n° 93, Janvier-février. 2004, p. 33 et s.
- Note sous Décision AMF, Comm. sanctions, 3 novembre 2004, Vivendi Universal, Messier & Hannezo, Banque et Droit, n° 100, mars-avril 2005, p. 20 et s.

- Note sous Cass. Com., 22 novembre 2005, Eurodirect Marketing c/ M Pfeiffer, Banque et droit, janvier-février 2006, n° 105, p. 35 et s.

**DE VAUPLANE (H), DAIGRE (J-J), DE SAINT MARS (B), BORNET (J-P),**  
Note sous CE, 26 juillet 2007, Banque et droit, 2007, n° 115, p. 32 et s.

**DE VRIES (G),** Note sous C.A. Paris, 26 septembre 2003 J.C.P. éd. E, 2004, p. 771 et s.

**DEZEUZE (E) :**

- Note sous C.A. Paris, 2 février 2007, no 06/08079, Deveaux et SA Wargny, Bull. Joly Bourse, 01 mars 2007 n° 2, p. 200 et s.
- Note sous Cass. Crim., 11 décembre 2002, n° 7399 FS-PF, G (cons. rapp. Challe) Bull. Joly Sociétés, 01 avril 2003 n° 4, p. 433 et s.
- Note sous TGI Paris, 11e ch., 12 septembre 2006, Affaire Sidel Bull. Joly bourse 2007 p. 37.
- Note sous C.A. Paris 9e ch. sect. B, 17 octobre 2008, n° 06/09036, Sidel, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2009 n° 1, p. 28 et s.
- Note sous Trib. Correctionnel Paris, 12 septembre 2006, no 0018992026, Sidel Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2007 n° 1, p. 37 et s.
- Note sous Sanction AMF, 5 juillet 2007, Marionnaud parfumeries, KPMG SA, Cofirec, MM. M. et G. F. et MM. Y. G. et G. C., Bull. Joly Bourse, 01 février 2008 n° 1, p. 46 et s.
- Note sous Sanct. AMF, 26 juin 2008, M. Jean-Sébastien Beslay, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2008 n° 6, p. 463 et s.
- Note sous CA Paris, 26 septembre 2003, no 2001/21885, Soulier et autre c/ SA Flammarion et autre, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2004 n° 1, p. 43 et s.
- Note sous Trib. Corr. Paris, 12 septembre 2006, n° 0018992026, Sidel, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2007 n° 1, p. 37 et s.
- Note sous Trib. corr. Paris, 12 septembre 2006, n° 0018992026 : Bull. Joly Bourse 2007, p. 37 et s.

**DEZEUZE (E), BUGE (G)**, Note sous Sanction AMF, 5 juillet 2007, Marionnaud parfumeries, KPMG SA, Cofirec, MM. M. et G. F. et MM. Y. G. et G. C, Bull. Joly Bourse, 01 février 2008 n° 1, p. 46 et s.

**DIDIER (P)**, Note sous Cass.Com, 1<sup>er</sup> octobre 1991, SNC Quille c/ Cts Gasquet, Rev. des sociétés 1992 p. 497 et s.

**DINTILHAC (J-P)**, Note sous Cass. Crim. du 26 octobre 1995, Rev. de science criminelle 1996 p. 138 et s.

**DOLIDON (G) :**

- Note sous CA Colmar, 14 octobre 2003, n° 1 A 01/03432, X c/ SA Eurodirect Marketing, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2004 n° 4, p. 466 et s.
- Note sous Décision AMF, 8 juillet 2004, X, Bull. Joly Bourse, 01 juin 2004 n° 6, p. 749 et s.

**DONDERO (B)**, Note sous Cass. Com., 20 mai 2003 D., 2003, p. 2623 et s.

**DOWNING (J) et DEZEUZE (E)**, Note sous CA Paris 1<sup>re</sup> ch. sect. H, 29 janv. 2008, n° 2007/00082, Société Foch Investissements c/ AMF, Bull. Joly Bourse, 01 août 2008 n° 4, p. 282 et s.

**DREYER (E)**, Note sous Cass. crim., 20 juin 2006, J.C.P. éd. G, 2006, II, 10199.

**DUCOULOUX-FAVARD (C) :**

- Note sous TGI Paris, 9 janvier 2004, n°9928592017, X, Y et Sté Edelman SA c/ Sté Belvédère SA, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2004 n° 3, p. 255 et s.
- Note sous Cass.Crim., 9 décembre 1997, n° 97-83.079, L.P.A., 13 février 1998, p. 10 et s.
- Note sous Trib. correctionnel Paris, 30 juin 1992, L.P.A, 1992, n° 133 et s.
- Note sous Cass. Crim., 15 mars 1993, Bull. crim. n° 113 ; D. 1993, p. 610 et s.
- Note sous TGI Paris, 28 janvier 1985, G.P. 1985, 1, jur., p. 287 et s.
- Note sous C.A. Paris, 15 janvier 1993, D. 1993, p. 272 et s.

- Note sous C.A. Paris (1<sup>ère</sup> ch., sect. H), 7 mars 2000, L.P.A., 22 mai 2000 n° 101, p 4 et s.
- Note sous Cass. Crim., 15 mars 1993 D., 1993, jur. p. 610.

**DU PONTAVICE (E)**, Note sous Cass.Com, 3 avril 1979, Rev. sociétés 1980 p.723 et s.

**DU PAN**, Note sous C.A. Paris, 9 avril 1986, Bull. Joly Sociétés, 1987, p. 185 et s.

**FORTIS (E)**, Note sous Cass. crim., 19 novembre 2008, Rev. sciences criminelles, 2009, p. 89 et s.

**GARÇON (J-P)**, Note sous Cass. Com., 3 mars 2009, n° 07-20871 (n° 179 FD), X. c/ DG fin. Publiques, Bull. Joly Sociétés, 01 juin 2009 n° 6, p. 552 et s.

**GIUDICELLE-DELAGÉ (G)**, Note sous Cass.Crim. 20 mai 2003, Rev. sciences criminelles 2003 p. 807 et s.

**GRANITIER (J)**, Note sous Cass. Civ. 3<sup>e</sup>, 22 septembre 2009, L.P.A., 20 janvier 2010 n° 14, p. 8 et s.

**GUENEE**, Note sous Cass. civ. 2 juill. 1901, DP 1903.1.169.

**GUYENOT (J) :**

- Note sous Trib. correctionnel de Paris, 15 octobre 1976, D. 1978, jur, p 381.
- Note sous Cass. Com., 26 janvier 1970, D., 1970, p. 618 et s.

**GUYOMAR (M) :**

- Note sous C.E., sect. cont., 27 octobre 2006, n° 276069, M. Éric B. et société Next Up SA : Bull. Joly Bourse, 2007, p. 80 et s.
- Note sous C.E., 6<sup>e</sup> et 1<sup>re</sup> ss-section, 26 juillet 2007, n°s 293624, 293626, 293627, 293908, Bull. Joly Bourse, 2007, p. 645 et s.
- Note sous CE, 6<sup>e</sup> et 1<sup>re</sup> ss-section, 30 mai 2007, n° 293408, Société Europe Finance et Industrie et n° 288538, Société Europe Finance et Industrie et M. A, Bull. Joly Bourse, 2007, p. 371 et s.

**GUYON (Y) :**

- Note sous Cass. Com., 26 janvier 1970, J.C.P, 1970, II, n° 16385.
- Note sous Cass. Com. 4 juin 1991 Rev. sociétés 1992 p.798 et s.

- Note sous C.A. Paris, 22 février 1980, Rev. sociétés 1980 p.489 et s.
- Note sous C.A. Versailles, 17 mars 1998, Rev. sociétés 1998 p. 828 et s.
- Note sous Cass. soc. 3 avril 1990, Rev. sociétés 1990 p. 625 et s.
- Note sous C.A. Paris 23 mai, 31 mai et 8 juin 1990, Rev. sociétés 1990 p. 409 et s.

**HADJI-ARTINIAN (S)**, Note sous Cass. Com., 20 mai 2003 J.C.P. éd. E, 2003, II, n° 1398, p. 1580 et s.

**HALLOUIN (J-C)** :

- Note sous Cass. Com., 18 février 1997, D. 1998, somm. p. 181 et s.
- Note sous Cass. Com., 20 mai 2003, D., 2004, somm. p. 266 et s.

**HOUIN (R)**, Note sous Cass. com., 26 janvier 1970, RTD com., 1970, p. 431 et s.

**HOVASSE (H)** :

- Note sous CA Paris, 14 janvier 1992, Dr. Soc. 1992, n°149.
- Note sous Cass. Com 18 juin 1996, Dr. Soc. 1996, n°182.
- Note sous C.A Paris, 14 mai 1997, Dr. Soc., 1997, comm. 146.
- Note sous C.A Paris, 9<sup>e</sup> ch., 15 janvier 1992, Dr. Soc., 1992, comm. n° 189.

**JEANDIDIER (W)**, Note sous Cass. crim., 3 nov. 1992, Rev. sociétés, 1993, p. 436 et s.

**JEANTIN (M)** :

- Note sous C.A. Paris 26 mai 1993, Bull. Joly Bourse 1993, p. 579 et s.
- Note sous Cass. Crim., 15 mars 1993, Bull. Joly Bourse, 1993, p. 365 et s.

**LE CANNU (P)** :

- Note sous C.A. Paris, 15 mars 1993 : Bull. Joly Bourse, mai-juin 1993 n° 3, p. 279 et s.
- Note sous Cass. Crim., 28 juin 1995, C. et A, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 1995 n° 4, p. 285 et s.

- Note sous C.A. Douai, 28 mai 1991 : Bull. Joly Sociétés, 1991, p. 1120 et s.

**LE NABASQUE (H) :**

- Note sous CA Paris, 14 mai 1997 Rev. sociétés 1997 p. 827 et s.
- Note sous Cass. com., 20 mai 2003 Bull. Joly Sociétés, 2003, p. 786 et s.

**LIENHARD (A) :**

- Note sous Cass. Com., 20 mai 2003 : D., 2003, Act. jurisp., p. 1502 et s.
- Note sous Cass.Com. 19 décembre 2006, AMF c/ Vivendi, D. 2007. AJ. 232.

**LUCAS (F-X)**, Note sous Cass. Crim., 30 janv. 2002, Dr. Soc. 2002, comm. n° 197.

**MARCHI (J-P) :**

- Note sous note sous TGI Paris, 28 janvier 1985 D. 1985, jur., p. 357 et s.
- Note sous C.A. Paris, 14 janvier 1993, G.P. 1993. I, p. 198 et s.
- Note sous TGI Paris, 3 décembre 1993, G.P. 1994. 1, p. 352 et s.
- Note sous C.A. Paris, 9<sup>e</sup> ch. A, 15 juin 1992, Société Générale de fonderie, G.P. 1992. 1 p. 293 et s.

**MARTRON (H)**, note sous Cass. Com., 15 juin 2010, n° 09-10961 Sté Maaldrift BV c/ M. X, L.P.A. 2011, n°21, p. 6 et s.

**MATSOPOULOU (H)**, Note sous Cass. Crim., 25 juin 2008, Droit pénal, 2008, n° 140.

**MAURY (F)**, Note sous CA Versailles, 17 mars 1998, RJ com. 1999 p.331 et s.

**MAYAUD**, Note sous Trib. Correctionnel Bastia 3 juin 1997, Rev. sciences criminelles 1998, p. 99 et s.

**MESSAÏ-BAHRI (S)**, Note sous Cass. Com., 28 juin 2005, S.A. Total Fina Elf et autres c/ ST2 KPMG et autres, n° 03-13112 : Bull. Joly Sociétés, 2006, p. 80 et s.

**MESTRE (J)**, Note sous CA Paris, 11 octobre 1984, RTD civ. 1985 p.726 et s.

**MIHURA** , Note sous Cass. Civ., 27 février 1951 J.C.P. éd. G 1951. II. 6193.

**MORVAN (P)**, Note sous Cass. Crim 20 juin 2000, Droit Social 2000, p. 1151 et s.

**MOULIN (J-M)**, Note sous Sanction AMF, 1<sup>er</sup> mars 2007, Bull. Joly Bourse, 01 février 2008 n° 1, p. 27 et s.

**NAVARRO (J-L)**, Note sous Cass.Com. 19 décembre 2006, AMF c/ Vivendi, Rev. sociétés 2007 p. 335 et s.

**NOEMIE**, Note sous Cass. Crim., 15 octobre 1998, Bull. Joly Bourse 1999, p. 67 et s.

**OHL (D)**, Note sous Cass. Com., 28 avril 1998 : J.C.P. éd. G, 1998, II, n° 10177.

**PACLOT (Y)**, Note sous C.E., 6<sup>ème</sup> et 1<sup>ère</sup> ss-section, 26 juillet 2007, n°s 293624, 293626, 293627, 293908, J.C.P. éd. E, 2007, n° 41, 2224, p. 9 et s.

**PELTIER (F) :**

- Note sous C.A. Paris, 9<sup>e</sup> ch., 15 janvier 1992, Banque et droit, novembre-décembre 1993, p. 22.
- Note sous Cass. crim., 15 mars 1993, Banque et droit n° 32, novembre-décembre 1993, p. 22.
- Note sous Cass. Com., 9 avril 1996, Bull. Joly bourse 1996, p. 305 et s.

**PETIT (B) et REINHARD (Y)**, Note sous C.A. Paris, 15 décembre 1995 et 19 janvier 1996, RTD. com. 1997, p. 282 et s.

**PORACCHIA (D)**, Note sous C.A. Paris, 26 septembre 2003, Droit et Patrimoine, novembre 2004, p. 93 et s.

**RAULT**, Note sous Cass. Com., 26 novembre 1956, RTD com. 1957 p.402 et s.

**REINHARD (Y)**, Note sous C.A. Paris, 12 juillet 1991 : RTD com., 1992, p. 201 et s.

**ROBERT (J-H) :**

- Note sous Trib. Correctionnel Lyon, 9 octobre 1997, Droit Pénal, 1997, comm. n° 154.
- Note sous C.A. Lyon, 3 juin 1998 : Droit Pénal, 1998, comm. n° 118.
- Note sous Cass. Crim., 20 juin 2006, Droit pénal, 2006, comm. n° 128 ;
- Note sous C.A. Paris 16 mars 1994, JCP 1994,II, n°22321.
  
- Note sous Cass. Crim., 11 décembre 2002, Droit pénal 2003, comm. n° 35.

**ROCA**, Note sous C.A. Versailles, 17 juin 1987, JCP 1989.II.21168.

**ROCH (G) :**

- Note sous Sanction AMF 1<sup>re</sup> sect., 22 mai 2008, Clermont-Tonnerre et autres, Bull. Joly Bourse, 01 décembre 2008 n° 6, p. 454 et s.
- Note sous CA Paris, 28 juin 2005, no 2005/02268, D. et E. c/ AMF, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2006 n° 1, p. 39 et s.
- Note sous CE 6e et 1re ss-sect., 24 avr. 2012, n° 338786, Mme A, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2012 n° 7, p. 292.

**ROMANI (A-M)**, Note sous Cass. Com., 9 mars 2010, n<sup>os</sup> 08-21547 et 08-21793, L.P.A, 19 novembre 2010 n° 231, p. 9 et s.

**RONTCHEVSKY (N) :**

- Note sous Cass. Crim., 26 octobre 1995, n° 5097, Boubilil et autres, Bull. Joly Bourse, 01 mars 1996 n° 2, p. 120 et s.
- Note sous C.A. Paris, 2 février 2007, *Deveaux et SA Fideuram Wargny*, RTD com. 2007 p. 413 et s.
- Note sous Cass. Com., 5 octobre 1999, Bull. Joly Bourse 2000, p. 38 et s.
- Note sous Cass. crim., 4 nov. 2004 : Bull. Joly Bourse, 2005, p. 257 et s.

- Note sous Cass. Crim, 11 décembre 2002 Alain X RTD com. 2003 p. 336 et s.
- Note sous Cass. Crim, 29 novembre 2000, RTD Com. 2001 p. 493 et s.
- Note sous Cass. Com., 5 octobre 1999, Bull. Joly Bourse, 2000, p. 38 et s.
- Note sous Cass. Com., 26 mai 2009 (2 arrêts), RTDF, 2009/3, p. 133 et s.
- Note sous Sanction AMF, 4 octobre 2007, Le Coadou et autres, Bull. Joly Sociétés, 01 avril 2008 n° 4, p. 294 et s.
- Note sous Sanction AMF 1<sup>re</sup> sect, 20 décembre 2007, M. A. Nodet, Bull. Joly Bourse, 01 août 2008 n° 4, p. 290 et s.
- Note C.A. Paris, 1<sup>re</sup> ch., sect. H., 28 juin 2005, M. M. et société Vivendi Universal, RTD com., 2005, p. 810 et s.
- Note sous C.A. Paris, 14 mai 1997, SNC Compagnie générale d'immobilier George V et autres c/Agent judiciaire du Trésor, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 1997 n° 4, p. 646 et s.
- Note sous Cass. Com., 9 mars 2010, n° 08-21547 (n° FS-P+B), SA sté EPF Partners, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2010 n° 4, p. 316 et s.
- Note sous C.A. Colmar, 1<sup>re</sup> ch. civ., 14 oct. 2003, n° 01-3432, Pfeiffer c/ Eurodirect Marketing, RJDA 2004, n° 582, RTD Com. 2004 p. 567 et s.
- Note sous C.A. Paris, 14 septembre 2007, n° 07/01477 : RTDF 2007, n° 4, p. 145 et s.
- Obs sur Cass. Com, 15 juin 1999 RTD com. 1999, p. 914 et s.
- Note sous décision COB, 12 septembre 1996, Société Anjou Services (Cidotel-Libertel), Bull. Joly Bourse, 1997, p. 379 et s.

**ROUGEAU-MAUGER (C)**, Note sous TGI Paris, 15 juill. 2011, n° 11/55038, Assoc. Les petits porteurs de Vivendi c/ SA BNP Paribas, SA Société Générale, SA Crédit industriel et commercial et SA Caisse d'Épargne et de prévoyance Île de France, Bull. Joly Bourse, 01 janvier 2012 n° 1, p. 33.

### **RIFFAULT-SILK (J) :**

- Note sous Cass. Crim, 11 décembre 2002 Alain X, Rev. science criminelle 2004, p. 113 et s.
- Note sous C.A. Paris, 9<sup>e</sup> ch. A, C et autres, Rev. science criminelle, 1999 p. 604 et s.

### **SALOMON (R) :**

- Note sous C.A. Paris, 2 février 2007, Deveaux et SA Fideuram Wargny, Dr. Soc. 2007, Comm. n° 123.
- Note sous Cass. Crim., 17 mai 2006, Dr. Soc., 2006, n° 191.
- Note sous C.A. Paris, 30 novembre 2004, Dr. Soc., 2005, n° 203
- Note sous Trib. correctionnel Paris, 8 juin 2005 : Dr. Soc., 2006, n° 97.
- Obs sur Trib. correctionnel Paris, 26 septembre 2003, Dr. Soc., 2004, n° 116.
- Note sous C.A. Paris, 30 novembre 2004, Dr. Soc. 2005, comm.203.
- Note sous C.A. Paris, 1<sup>er</sup> avril 2003, n° 2002/18762, Mrs M. Brunelli et M. Anti c/ COB, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2003 n° 04, p. 446 et s.

**SAINTOURENS (B)**, Note sous CJCE, 22 novembre 2005, Bull. Joly Sociétés, 01 mai 2006 n° 5, p. 608 et s.

**SAINT-PAU (J-C)**, Note sous Cass. Crim 18 janvier 2000, D. 2000, n°30 Jur. p. 636 et s.

### **SCHIMDT (D) :**

- Note sous C.A. Paris P. 5 ch. 5-7, 23 février 2010, n° 2009/08268, Sté Vinci c/ AMF, Bull. Joly Bourse, 01 mai 2010 n° 3, p. 214 et s.
- Note sous CJUE, 23 décembre 2009, n° C-45/08, Spector Photo Group NV et a. c/ CBFA, Bull. Joly Sociétés, 01 avril 2010 n° 4, p. 346 et s.
- Note sous TGI Paris, 11<sup>e</sup> ch., 12 septembre 2006, Affaire Sidel, D. 2006. Point de vue, p.2522.

**SCHILLER (S)**, Note sous Cass. Com., 9 mars 2010, nos 08-21547 et 08-21793, J.C.P. éd. E 2010, 1483.

**STASIAK (F) :**

- Note sous décision AMF du 1<sup>er</sup> juin 2006, Bull. Joly bourse 2006 p. 764.
- Note sous Cass. crim., 11 décembre 2002 Bull. Joly Bourse 2003, p. 149.

**STORCK (M)**, Note sous Cass. Com. 22 novembre 2005 RTD com. 2006, p. 445 et s.

**TORCK (S)**, Note sous CJUE, 23 décembre 2009, n° aff. C45/08, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck c/ CBFA Bull. Joly Bourse, 01 mars 2010 n° 2, p. 92 et s.

**TUNC (A) :**

- Note sous CA Paris, 30 mars 1977, J.C.P éd. G 1978, II, 18789.
- Note sous CA Paris, 26 mai 1977, J.C.P. éd. G 1978. II. 18789.
- Note sous TGI Paris, 30 mars 1979 et 18 avril 1979, J.C.P 1980. I. 19306.
- Note sous Trib. correctionnel Paris, 29 octobre 1975, JCP 1976, II, n°18329, 2<sup>ème</sup> espèce.

**VATEL (D)**, note sous Cass. com., 15 juin 1999, Rev. sociétés 1999 p. 844 et s.

**VERON (M) :**

- Note sous Cass. Crim., 26 juin 2007, Droit pénal, 2007, comm. n°135.
- Note sous Cass. Crim., 1<sup>er</sup> avril 2008, Droit pénal, 2008, comm. n° 140.
- Note sous Cass. Com., 4 octobre 1988, Rev. sociétés, 1989, p. 213 et s.
- Note sous CA Paris, 11 octobre 1984 , JCP 1985.II.20499

**VIANDIER (A) et CAUSSAIN (J-J) :**

- Note sous C.A. Paris, 15 mars 1993 J.C.P. éd. E, 1993, I 250, n° 12.
- Note sous Cass. Com., 9 avril 1996, J.C.P. éd. E 1996. II. n° 589, p. 391.

## **VII- SITES INTERNET UTILES :**

[www.lextenso.fr](http://www.lextenso.fr)

[www.dalloz.fr](http://www.dalloz.fr)

[www.revue-banque.fr](http://www.revue-banque.fr)

[www.cmf.org.tn](http://www.cmf.org.tn)

[www.bvmt.com.tn](http://www.bvmt.com.tn)

[www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

[www.sec.gov](http://www.sec.gov)

[www.businessnews.com.tn](http://www.businessnews.com.tn)

## **VIII- BIBLIOGRAPHIE EN LANGUE ARABE :**

حسن نياي، القانون الجنائي للاستثمار، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق و العلوم السياسية بتونس، 2010.

الساسى بن حليلة و حسن عز الدين نياي، تطور مفهوم المسؤولية الجزائرية للذات المعنوية في فقه القضاء، أشغال الملتقى الملتئم يومي 25 و 26 نوفمبر 2010 بكلية العلوم القانونية والاقتصادية والتصرف بجندوبة "نصف قرن من فقه القضاء الجزائري"، منشورات الاطرش للكتاب المختص تونس 2011 ص 385.

عصام الأحمر ، فقه قضاء محكمة التعقيب ، ديسمبر 2011 .

أحمد بوعون، آراء المجلس الدستوري، منشورات الاطرش للكتاب المختص تونس 2010  
توفيق بن نصر ، في تدخل القاضي لتحقيق الأبعاد الاقتصادية للشركات التجارية، المجلة القانونية التونسية 1994 ص 65.

شعبان محمد إسلام البراوري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي : دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر 2010.

عبد الله الاحمدي، "الأحكام الجزائرية للقانون المتعلق بتدعيم سلامة العلاقات المالية"، ملتقى تدعيم سلامة العلاقات المالية المعهد الأعلى للقضاء، ص 70.

أحمد عويني، تدعيم شفافية المعاملات في الشركات التجارية بعد تعديلات 16 مارس 2009 ، مجلة القضاء و التشريع عدد 8 أكتوبر 2009 ص 397.

نادرة الرياحي، تتبع الجرائم المرتكبة بالخارج، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الجنائية، كلية الحقوق والعلوم السياسية بتونس 2006 2007 .

## **IX- BIBLIOGRAPHIE EN LANGUE ANGLAISE :**

**BAINBRIDGE, STEPHEN (M)**, An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?, January 2005, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-5. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=654703> or doi:10.2139/ssrn.654703

**EVERITT (A)**, Cicero : The life and times of Rome's Greatest Politician, Random House Publishing Group 2011.

**MARK SMITH (B)**, A history of the global stock market : from ancient Rome to Silicon Valley, The University of Chicago Press, 2003

**SARNA (D-E-Y) & Malik (A)**, History of Greed: Financial Fraud from Tulip Mania to Bernie Madoff", John Wiley and Sons, 2010 p 16.

**IQBAL (Z) & ABBAS (M)**, An introduction to islamic finance : theory and practice 2<sup>nd</sup> edition, John Wiley & Sons 2011.

**SCHOON (N)**, Islamic banking and finance, Spiramus Press, 2010.

**WEIL (J)**, Agreement in principle to pay out personal funds creates liability precedent, Wall Street Journal, Thursday, January 6, 2005.

# **TABLE ANALYTIQUE**

# A

## **Abstention ( devoir d')**

122, 135, 157, 158, 161, 459, 476, 491, 497.

## **Abus de marché**

174, 191, 481, 591.

## **Action de groupe**

935 et s., 947 et s., 952 et s., 966 et s., 987 et s.

## **Action individuelle**

799, 806 et s., 819 et s., 831 et s.

## **Action publique** 300, 349, 387, 390,

- *Extinction* 710, 711, 713

## **Action sociale**

771 et s., 779 et s., 790 et s.

## **Amende**

- *Montant* 311, 326, 466, 529, 665.
- *Nature répressive* 486, 599

## **Association d'actionnaires**

933, 934

## **Autorité des marchés financiers**

- *Collège* 407, 611, 612, 613, 614, 618, 624, 716.
- *Commission des sanctions* 607 et s.
- *Composition* 618
- *Injonction* 580, 601,
- *Règlement général* 419, 420 et s., 442 et s., 455 et s., 472 et s., 490 et s., 504 et s.
- *Secret* 609, 685

## **Avocat**

126, 152, 292, 392, 604, 785, 935, 937, 952 et s.

## **B**

### **Batam**

45, 49, 893, 894, 895

### **Bourses des valeurs mobilières**

- *définition* 9.

- *de Tunis* 12, 34, 35, 37, 38, 39, 196, 582, 583, 797.

## **C**

### **Cadre normal de sa profession ou de ses fonctions**

147, 148, 149, 150, 151, 152, 153

### **Commission des opérations de bourse**

- *Pouvoir de sanction* 594 et s.
- *Transmission au parquet* 140.

### **Commission des sanctions**

- *Composition* 608, 609
- *Notification des griefs* 614
- *Rapporteur* 614, 615, 620, 621, 622, 623, 624, 625, 626, 627.

### **Compétence judiciaire**

- *Tribunaux français* 89, 90.
- *Tribunaux tunisiens* 85, 86, 87, 88, 89.

### **Conflit d'intérêts**

391, 392, 478, 621, 643.

**Consécration sectorielle** ( responsabilité pénale de la personne morale)

217, 249, 351.

**Conseil constitutionnel**

710, 711, 712, 713, 714, 715, 972, 973, 990, 991.

**Conseil de la concurrence**

659, 667, 668.

**Conseil d'Etat**

564 et s., 618 et s.

**Conseil du marché financier**

- *Collège* 582, 591, 607, 608, 609, 629 et s., 641 et s., 665.
- *Composition* 630 et s.
- *Injonction* 577, 579, 580, 635, 654, 660
- *Investigation* 271, 272, 273, 410, 581, 634, 653.
- *Règlement relatif à l'appel public à l'épargne* 419 et s., 432, 441, 456, 459, 462, 467, 480, 484 et s., 501 et s., 539 et s.
- *Sanctions* 664 et s.

**Contentieux boursier** 15, 54.

- *définition* 15.

**Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme**

521, 565, 595, 597, 599, 616, 625.

**Corporate governance**

757, 768, 1004, 1005.

**Crise financière**

3, 27, 79, 411.

**Cour d'appel de Tunis** 327, 582, 637, 863.

- *Président* 644

**Cumul des fonctions**

630, 638

## **Cumul des poursuites**

713 et s.

## **Cumul des responsabilités**

25, 338, 339, 549, 595, 596, 599

# **D**

## **Délégation de pouvoirs**

120, 332 et s., 378, 379, 717, 718.

## **Délit**

- *initié (d')* 85 et s., 96, 105, 107, 117 et s., 156 et s., 272 et s., 281 et s. , 311 et s., 826 et s.
- *diffusion de fausses informations* 177 et s. 287, 316.
- *communication d'une information privilégiée* 73, 74, 130, 142, 143, 164 et s. , 204, 312.
- *manipulation de cours* 184 et s., 203 et s. 324, 358, 380 et s.

**Droit boursier** 14, 48, 53, 54, 55, 61, 264, 521, 551, 590, 941.

- *définition* 14,

**Droit comparé** 58, 59, 60, 61, 165, 187, 194, 216, 366, 932.

- *origine* 58

## **Droits de la défense**

492, 497, 599, 616, 622, 625, 627, 628, 636, 637.

# **E**

## **Egalité entre investisseurs**

126, 141, 311, 334, 335, 463, 467, 468, 491, 502, 569, 578, 586, 894.

## **Enquête**

272, 273, 403, 475, 581, 588, 592, 594, 601 et s., 635 et s., 640, 656, 657, 679, 703, 716, 722.

## **Enquêteur**

611, 634.

## **Entrave (délit d')**

75, 264.

## **Euronext**

32, 33, 243, 662, 886.

# **F**

## **Faute**

- *détachable* 522, 523, 802, 803, 817, 875.

- *lourde* 752

- *de gestion* 750 et s., 787.

## **Finance islamique**

27

## **Franchissement de seuils**

334, 335, 361, 584, 652.

## **Fusion**

235, 236, 237, 238, 239, 240, 241

# **G**

## **Garantie de cours**

760, 881, 883, 905, 923.

## **Gouvernance**

- *bonne* 67, 726, 727, 781, 833, 1004, 1005.

- *entreprise (d')* 828.

## **Groupe de sociétés**

225, 226, 227, 228, 229, 230, 231.

## I

### **Impartialité (principe d')**

598, 599, 603, 616 et s., 638.

### **Information**

- *précise* 102, 110
- *confidentielle* 103, 111
- *déterminante* 105, 113
- *particulière* 104, 112

### **Information privilégiée**

- *Présomption de connaissance* 119, 120, 121, 122, 123, 124, 127.
- *Utilisation* 133 et s.

### **Initié**

- *primaire* 118, 124, 125
- *Initié secondaire* 124, 125

### **Introduction en bourse**

63, 576.

### **Investisseur institutionnel**

5, 12.

## L

### **Loyauté (devoir de )**

753, 814, 894.

## M

### **Manquement administratif** 110, 185, 524, 539, 562, 878, 879.

- *Communication d'une information privilégiée* 456, 690,
- *information fausse* 477, 501, 512, 547.
- *initié* 434, 461, 483 et s., 488 et s., 674, 678, 691, 694.
- *manipulation de cours* 467, 506, 508, 510 et s. , 692, 694.

## **Marché boursier**

- *définition 9,10.*
- *tunisien 5, 34, 37 , 38, 39, 127, 195, 267, 268, 349, 410, 632, 656, 934.*

## **Marché financier**

- *définition 8.*

## **Marché réglementé**

11, 90, 108, 185, 197, 382, 472, 473, 526.

## **Médiation**

592, 969.

## **Moyen**

- *de communication de l'information 138, 145, 180*
- *de diffusion de l'information 178, 180.*

# **N**

## **Non bis in idem**

595, 714, 716.

## **Nullité**

234, 240, 852, 864, 865.

# **O**

## **Opt**

- *in 931, 932.*
- *out 931, 932.*

## **Origines (de la bourse)**

26, 27, 28.

## **P**

### **Peine**

- *nature* 567.
- *proportionnalité* 596, 677, 714.

## **R**

### **Réalisation (de profits)**

106, 163, 311

### **Responsabilité administrative**

- *définition* 24
- *domaine* 414 et s.
- *personne morale* 537 et s.
- *procédure* 593 et s.

### **Responsabilité civile**

- *définition* 23
- *dirigeant* 725 et s.,
- *société cotée en bourse* 834 et s.

### **Responsabilité pénale**

- *définition* 22
- *domaine* 80 et s.
- *mise en œuvre* 261 et s.
- *personne morale* 210 et s., 344 et s.

## **S**

### **Sarbanes- Oxlet Act**

47, 48, 77, 311, 406.

### **Scandales boursiers** 41 et s., 47, 56, 63, 707

- *histoire* 41 et s.

**Secret professionnel**

73, 609, 581.

**Société anonyme**

12, 18, 37, 223, 746, 776, 811.

**Sociétés en liquidation**

232, 233, 234

**Sociétés étrangères**

243, 244, 245

**Sociétés Faisant appel public à l'épargne**

11, 26, 286.

**Spécificité (des sociétés cotées en bourse)**

13

**T****Tentative**

- *délit* 135,
- *manquement* 461, 674, 690 et s.

**Transiger**

585, 586 et s., 709 et s., 776, 778.

**Tribunal de première instance de Tunis**

349, 635, 862, 893, 894.

**V****Visa**

576.

**Voies de recours**

293, 294, 392, 969, 981.

# **TABLE DES MATIERES**

	<i>Pages</i>
<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>1</b>
I- Des notions méconnues, à l'émergence récente.....	<b>6</b>
II- L'Évolution historique.....	<b>20</b>
III- Intérêts de la recherche.....	<b>34</b>
IV- Délimitation du sujet.....	<b>37</b>
V- Pourquoi du droit comparé.....	<b>37</b>
VI- Problématique et plan : un équilibre à préserver.....	<b>40</b>
 <b>PREMIERE PARTIE</b>	
La répression pénale : inadaptée mais nécessaire .....	<b>43</b>
 <b>CHAPITRE I :</b>	
Des domaines différents.....	<b>51</b>
 <b>SECTION I :</b>	
Les dirigeants sociaux : des situations différenciées.....	<b>52</b>
 <b>Paragraphe préliminaire – Une compétence élargie.....</b>	<b>54</b>
 <b>Paragraphe I- Une caractérisation différente des opérations d'initié.....</b>	<b>57</b>
<b>A) Une caractérisation différente de l'élément matériel.....</b>	<b>59</b>
1- La détention d'une information privilégiée.....	<b>60</b>
a- La notion d'information privilégiée.....	<b>60</b>
a.1- Une définition vague de l'information privilégiée.....	<b>61</b>
a.2- Une large interprétation de la notion d'information privilégiée.....	<b>64</b>
b- La preuve de la détention de l'information privilégiée.....	<b>69</b>
b.1- Les dirigeants présumés détenir les informations privilégiées.....	<b>69</b>
b.2- Les dirigeants ne sont pas présumés détenir les informations privilégiées.....	<b>72</b>
2- Les actes incriminables : une similitude trompeuse.....	<b>76</b>
a- L'utilisation de l'information privilégiée.....	<b>76</b>
b- La communication d'une information privilégiée.....	<b>82</b>
<b>B) Un élément moral réduit.....</b>	<b>87</b>
1- L'élément moral du délit d'initié.....	<b>88</b>
2- L'élément moral de la communication d'une information privilégiée.....	<b>91</b>

**Paragraphe II - La caractérisation des manipulations de marché :**  
une différence marquée.....94

- A) Une caractérisation différente de l'élément matériel.....95**
  - 1- Diffusion de fausses informations : Une similarité entre droits tunisien et français.....95
  - 2- Manipulation de cours : une différence entre droits tunisien et français.....99
- B) Une caractérisation différente de l'élément moral .....106**
  - 1- La diffusion de fausses informations :  
une similitude entre droits français et tunisien.....107
  - 2- La manipulation de cours :  
une différence entre droits tunisien et français.....109

## **SECTION II :**

Les sociétés cotées en bourse : des situations contrastées.....113

**Paragraphe I - Sociétés responsables : Une différence radicale.....114**

- A) Des sociétés cotées pénalement irresponsables .....116**
- B) Toutes les sociétés cotées sont pénalement responsables.....118**
  - 1- Toute société ayant la personnalité morale est incriminable.....119**
    - a- Toutes les sociétés opérant sur les marchés boursiers  
disposent de la personnalité morale.....119
    - b- Quelques situations problématiques.....120
      - b.1- L'irresponsabilité pénale des groupes de sociétés .....121
      - b.2- Les sociétés en cours de liquidation.....124
      - b.3- La question de la fusion des sociétés.....125
  - 2- Les sociétés étrangères sont incriminables.....129**

**Paragraphe II - Délits punissables : Un différence fondamentale.....131**

- A) Les délits boursiers ne concernent pas les sociétés cotées .....131**
- B) Des sociétés cotées concernées par tous les délits boursiers.....135**

## **CHAPITRE II :**

Une mise en œuvre inégale.....139

### **SECTION I:**

Les dirigeants sociaux : une inégalité injustifiée.....141

**Paragraphe I - Une répression à deux vitesses.....142**

**A) Une répression laxiste .....142**

**B) Une action pénale encouragée .....149**

1- Un accès aisé au procès pénal .....150

a- Un accès facilité lors de l’instruction .....150

b- Une action recevable devant les juridictions de jugement.....157

2- Une preuve facilitée .....160

a- La décharge du fardeau de la preuve .....161

b- Un domaine de responsabilité plus large .....164

**Paragraphe II - Une dissuasion inégale .....167**

**A) Des sanctions exagérément clémentes .....167**

**B) Une réelle menace pénale .....177**

1- Le domaine restreint de la délégation .....178

2- La responsabilité de la société n’a pas allégé  
la responsabilité du dirigeant.....180

### **SECTION II :**

Les sociétés cotées en bourse : une inégalité inacceptable.....184

**Paragraphe I - Pour une société cotée pénalement responsable .....184**

**Paragraphe II - Une société cotée pénalement responsable .....188**

**A) Souplesse des conditions de fond .....189**

1- L’élément intentionnel .....189

2- Une infraction pour le compte de la société .....191

a- Les situations exclues des prévisions de la loi .....192

b- Les situations relevant du champ d’application de l’article 121-2 193

3- Une extension de la notion d' « organes ou représentants ».....	195
a- Une conception large de la notion d'organe.....	196
b- Une large interprétation de la notion de représentant.....	199
<b>B) Simplification des conditions de forme .....</b>	<b>205</b>
 <b>Conclusion de la première partie .....</b>	<b>210</b>
 <b>DEUXIEME PARTIE :</b>	
La responsabilité administrative : Une montée en puissance.....	212
 <b>CHAPITRE I :</b>	
Une responsabilité adaptée.....	219
 <b>SECTION I :</b>	
Des critères souples.....	220
 <b>Paragraphe I - L'érosion de l'élément matériel des manquements .....</b>	<b>221</b>
<b>A) Une large interprétation de la notion d'information privilégiée.....</b>	<b>221</b>
1- Une information précise .....	223
2- Une vision large de l'information non publique .....	227
3- Une incidence sur le cours .....	231
<b>B) Les actes répréhensibles .....</b>	<b>238</b>
1- La sanction des opérations d'initié.....	239
2- La caractérisation des manipulations de marché.....	242
a- Une sanction incertaine des manipulations de marché .....	242
b- Une définition précise des manipulations de marché .....	245
b.1 Une définition précise des manipulations de cours .....	246
b.2 Une définition large de la diffusion de fausses informations .....	249
 <b>Paragraphe II - Des manquements au caractère objectif ?.....</b>	<b>251</b>
 <b>A) L'élément moral des manquements d'initié .....</b>	<b>252</b>
<b>1- Un élément moral exigé ?.....</b>	<b>253</b>
<b>2- L'objectivisation croissante du manquement d'initié .....</b>	<b>254</b>

<b>B) L'élément moral des manipulations de marché .....</b>	<b>264</b>
<b>1- L'élément moral de la diffusion d'une fausse information .....</b>	<b>265</b>
<b>2- L'élément moral de la manipulation de cours .....</b>	<b>269</b>
<b>SECTION II :</b>	
Une imputation facilitée.....	274
<b>Paragraphe I - Aux dirigeants sociaux .....</b>	<b>274</b>
<b>A) Une imputation même en cas de faute simple.....</b>	<b>275</b>
<b>1- La non applicabilité de la théorie de la faute séparable des fonctions....</b>	<b>275</b>
<b>2 - La sanction administrative du dirigeant d'un émetteur suppose un texte d'incrimination.....</b>	<b>278</b>
<b>B) Une imputation « es qualités ».....</b>	<b>281</b>
<b>Paragraphe II - Aux sociétés cotées .....</b>	<b>286</b>
<b>A) Une imputation possible aux sociétés cotées en bourse.....</b>	<b>287</b>
<b>B) Des règles d'imputation rigoureuses .....</b>	<b>290</b>
<b>1- Une solution rigoureuse.....</b>	<b>291</b>
<b>2- ... Mais atténuée.....</b>	<b>298</b>
<b>CHAPITRE II :</b>	
Une responsabilité efficace.....	306
<b>SECTION I :</b>	
De larges prérogatives .....	307
<b>Paragraphe I - Des moyens adéquats .....</b>	<b>307</b>
<b>A) De larges pouvoirs .....</b>	<b>308</b>
<b>B) Des pouvoirs en constante évolution.....</b>	<b>314</b>
<b>Paragraphe II – Des procédures différentes .....</b>	<b>317</b>
<b>A) Une procédure rénovée .....</b>	<b>318</b>
<b>1- Une procédure contestée .....</b>	<b>319</b>

<b>2- Une procédure en constante évolution .....</b>	<b>324</b>
a- Une refonte de la procédure.....	324
a.1- Instauration d'une commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers .....	325
a.2- La rationalisation de la procédure de sanction .....	326
b- Des retouches successives .....	330
<b>B) Une procédure jamais éprouvée.....</b>	<b>336</b>
<b>1- Un cumul des fonction de poursuite, d'instruction et de sanction.....</b>	<b>336</b>
<b>2- De possibles conflits d'intérêts.....</b>	<b>341</b>

## **SECTION II :**

Une efficacité variable.....	344
------------------------------	-----

### **Paragraphe I - Un pouvoir de dissuasion inégal.....**

<b>A) Des sanctions non dissuasives .....</b>	<b>346</b>
1- Un manque de fermeté flagrant .....	346
2 - De faibles sanctions.....	354
<b>a- Des amendes au montant très bas.....</b>	<b>354</b>
<b>b- Une publication possible des décisions.....</b>	<b>356</b>
<b>B) Des sanctions dissuasives.....</b>	<b>357</b>
<b>1- Des sanctions au quantum décuplé.....</b>	<b>357</b>
<b>2- Une publication automatique des décisions de sanction.....</b>	<b>361</b>

### **Paragraphe II – Des améliorations possibles.....**

<b>A) Des améliorations communes.....</b>	<b>364</b>
<b>1- Sanctionner toutes les tentatives de manquements.....</b>	<b>364</b>
<b>2- Absence d'une dimension réparatrice.....</b>	<b>366</b>
<b>B) Des améliorations spécifiques.....</b>	<b>372</b>
<b>1- Un pouvoir de transaction pour le CMF.....</b>	<b>372</b>
<b>2- Eviter le cumul des poursuites en France.....</b>	<b>376</b>

### **Conclusion de la deuxième partie .....**

**380**

## **TROISIEME PARTIE :**

La responsabilité civile : une nécessaire réhabilitation.....**381**

### **CHAPITRE I :**

Responsabilité des dirigeants sociaux : une nécessaire activation.....**384**

#### **SECTION PRELIMINAIRE :**

Les fonctions de la responsabilité civile des dirigeants sociaux.....**384**

#### **SECTION I :**

Des conditions restrictives.....**387**

**Paragraphe I-** La caractérisation malaisée de la faute du dirigeant.....**388**

A) La transgression des dispositions législatives ou réglementaires ..... **389**

B) La méconnaissance des dispositions statutaires.....**393**

C) La faute de gestion : Une notion aux vagues contours ..... **394**

**Paragraphe II -** Un préjudice délicat à établir.....**398**

#### **SECTION II :**

Une mise en œuvre entravée.....**402**

**Paragraphe I-** L'inadéquation de l'action sociale

à l'encontre des dirigeants sociaux.....**403**

A) L'action ut-universi : une mise en œuvre improbable .....**403**

B) L'action ut-singuli : une mise en œuvre difficile.....**410**

**Paragraphe II-** L'action individuelle restaurée.....**413**

A) Le bouclier de la faute séparable des fonctions .....**414**

B) L'action individuelle facilitée des actionnaires .....**416**

1 - La non application de la théorie de la faute séparable des fonction.**418**

2 - Le préjudice de l'actionnaire est délicat à établir .....**421**

## **CHAPITRE II :**

Responsabilité des sociétés cotées : une nécessaire amélioration.....430

### **SECTION PRELIMINAIRE :**

L'indemnisation des victimes des infractions boursières.....431

#### **SECTION I :**

Le contrat : fondement inadapté à la responsabilité des sociétés cotées en Bourse.....433

**Paragraphe I-** Le contrat : base inadaptée pour obtenir réparation .....434

**Paragraphe II-** L'annulation pour vices du consentement .....438

A) L'erreur cause improbable d'annulation .....439

B) Le dol cause possible d'annulation .....445

#### **SECTION II :**

La responsabilité délictuelle entravée .....448

**Paragraphe I-** Une faute simple à établir.....450

**Paragraphe II –** Un préjudice difficile à établir.....459

A) La nécessité d'établir un préjudice.....459

B) Une difficile évaluation du préjudice .....466

## **CHAPITRE III :**

Pour l'introduction de mécanismes permettant les actions de groupe.....471

### **SECTION PRELIMINAIRE :**

La notion d'action de groupe.....471

## **SECTION I:**

L'opportunité de l'importation des actions de groupe .....475

**Paragraphe I-** Un mécanisme avantageux pour les actionnaires .....476

**Paragraphe II-** Un épouvantail pour les sociétés cotées ?.....480

## **SECTION II :**

Une introduction possible en droits tunisien et français .....485

**Paragraphe I-** La prohibition des arrêts de règlement.....488

**Paragraphe II -** L'autorité relative de la chose jugée .....491

**Paragraphe III-** L'adage «Nul ne plaide par procureur ».....493

**Conclusion de la troisième partie**.....499

**CONCLUSION GENERALE**.....500

**BIBLIOGRAPHIE**.....506

**TABLE ANALYTIQUE**.....546

**TABLE DES MATIERES**.....556